

Report

Aktien | Deutschland | Chemie

3. Mai 2010

Nabaltec AG



Empfehlung: Kaufen
Risiko: Hoch
Akt. Kurs: EUR 4,15
Fairer Wert: EUR 5,5

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

Internetseite: www.nabaltec.de

Fiskaljahrende: Dezember

Handelszahlen:

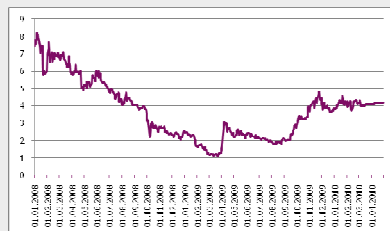
Hoch –Tief 52w (EUR): 4,69 – 1,72

Kapitalisierung (in EUR Mio.): 33,2

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

Free Float: 39,4%

Kursverlauf:



Finanzkalender:

10. Juni 2010: Hauptversammlung

24.08.2010 Q2 2010

Datum und Zeitpunkt der Kurse:
30. April 2010, 17:30 MEZ

Dipl. Volkswirt Raimund Saier, CEFA

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**

Raus aus der Krise – Wachstum voraus

Nabaltecs Zeichen stehen wieder auf Wachstum. Die Weltwirtschaftskrise scheint überwunden und das Unternehmen verzeichnet positive Wachstumsraten. Im ersten Quartal 2010 konnte der Umsatz im Vergleich zum Vorjahresquartal um 50% gesteigert werden. Wir rechnen für die nächsten Jahre mit überproportional starken Wachstumsraten und ab 2011 mit positiven Nettoergebnissen.

Unser fairer Wert pro Aktie liegt bei EUR 5,50, was einem Unternehmenswert von EUR 44 Mio. entspricht. Wir raten die Aktie zu kaufen.

Hauptpunkte

- > Die Nachfrage nach „Funktionalen Füllstoffen“ und „Technischer Keramik“ steigt wieder an. Vor allem im Ausland sind aktuell hohe Wachstumsraten zu verzeichnen. Wir rechnen allerdings auch mit einer deutlichen Erholung im deutschen Raum.
- > Das ehemalige Sorgenkind Nashtec L.P. entwickelt sich endlich positiv. Die Anlagen sind nahezu ausgelastet und das US Joint Venture sollte 2010 einen positiven Beitrag zum Unternehmensergebnis beitragen.
- > Das Unternehmen investiert stark in die Entwicklung neuer Produkte. Ab 2010 sollten Additive für den Kunststoffbereich erste Umsätze generieren. Weitere innovative Produkte wie Böhmit für die Elektronikindustrie sollten folgen.

Finanzen

Für 2010 erwarten wir ein Umsatzwachstum von 18% auf EUR 86,03 Mio. Der Gewinn vor Steuern dürfte allerdings weiterhin negativ sein und EUR -2,14 Mio. betragen; dies vor allem aufgrund weiterhin hoher Abschreibungen und Zinszahlungen. Ab 2011 sollte das Unternehmen in der Lage sein, ein positives EBT zu generieren. Wir rechnen mit EUR 1,287 Mio.. Zukünftige Investitionen sollten sich deutlich reduzieren, was positive Auswirkungen auf den Cashflow haben dürfte.

Bewertung

Zur Berechnung des Unternehmenswertes verwendeten wir ein DCF Modell. Zur Kalkulation benutzten wir aufgrund des hohen Risikoprofils des Unternehmens einen WACC von 10,63%.

(in EUR tsd.)	2007	2008	2009	2010E	2011E
Umsatz	91.843	102.580	72.381	86.033	98.787
EBITDA Marge	9,5%	9,7%	5,1%	10,3%	12,1%
EBIT Marge	4,5%	4,3%	-3,7%	1,9%	5,0%
Nettogewinn	659	(182)	(5.365)	(2.139)	901
Gewinn Pro Aktie	0,30	0,14	(0,63)	(0,33)	0,05
Kurs/Umsatz			0,52	0,44	0,38
Kurs/Gewinn			n.m.	n.m.	42,1
Kurs/Buchwert			0,84	0,95	1,00

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	2
Executive Summary	3
SWOT Analyse	4
Kurz- und mittelfristige Katalysatoren	4
Bewertung	5
DCF Bewertung	5
Profil: Gestärkt aus der Wirtschaftskrise	7
Das Geschäftsmodell	7
Management und Mitarbeiter	9
Wettbewerbssituation	10
Investitionen	10
Die Aktionärsstruktur	11
Die Wachstums- und Werttreiber	12
Wieder hohe Nachfrage nach etablierten Produkten	12
Neue Einsatzgebiete - neues Produktsegment: Additive	12
US Joint Venture Nashtec L.P.	13
Wachstumsmarkt Ausland	14
Finanzen	15
Trotz Wirtschaftskrise erste positive Signale in der 2. Hälfte 2009	15
Positives Q1 2010	16
Es geht weiter aufwärts	16
Anhang - Finanzberichte	18
Gewinn- und Verlustrechnung	18
Bilanz	19
Kapitalflussrechnung	20
Anhang – Legal Disclaimer	21

Executive Summary

- Das Unternehmen hat die Wirtschaftskrise mittlerweile überstanden und die Zeichen stehen auf Wachstum. Nachdem sich die Trendwende bereits im zweiten Halbjahr 2009 angekündigt hat, bestätigten die Zahlen für das erste Quartal 2010 die Aufschwungstendenzen. Die Nabaltec AG war in der Lage ihren Umsatz gegenüber dem Vorjahresquartal um 50% auf EUR 16,3 Mio. zu steigern. Auch ein positiver operativer Gewinn von EUR 0,9 Mio. lässt hoffen, dass für das Gesamtjahr ein deutlich verbessertes Ergebnis einstellt.
- 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 349 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 gewinnt zunehmend Marktanteile und ist mittlerweile im Bereich „Funktionale Füllstoffe“ (Flammschutzmittel) sowie „Technische Keramik (Keramische Massen)“ Marktführer.
- Das US Joint Venture Nashtec L.P. läuft nach anfänglichen Problemen mittlerweile sehr erfreulich und sollte nun endlich einen positiven Beitrag zum Unternehmensergebnis leisten. Dies auch deshalb, weil das Konkurrenzunternehmen Almatix angekündigt hat, ihre US-Produktion einzustellen, was der Nashtec L.P. einen Nachfrageschub bescheren sollte..
- Die Produktion des neuen Additivs ACTILOX CAHC (vor allem eingesetzt im Bereich PVC) ist angelaufen und sollte 2010 erstmals positiv zum Umsatz beitragen. Weitere neue Produktanwendungen wie Böhmit für die Elektronikindustrie werden folgen und als Katalysator dienen.
- Für 2010 rechnen wir wieder mit einem positiven Umsatzwachstum von 18% auf EUR 86,03 Mio. Ein erfolgreicher Produktmix und andauernde Kostensenkungsmaßnahmen sollten zudem wieder positive operative Gewinnmargen garantieren. Für 2010 erwarten wir eine EBIT Marge von 1,9%.
- Unser fairer Unternehmenswert der Nabaltec AG liegt bei EUR 44 Mio., was einem Wert von EUR 5,50 pro Aktie entspricht. Der aktuelle Aktienpreis von 4,2 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"> • 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 • Das neue Additiv ACTILOX CAHC sollte 2010 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 • Historisch konnten die Umsatz- und Ertragsziele des Managements nicht immer erreicht werden • Generell ist das Geschäftsmodell durch geringe Gewinnmargen gekennzeichnet
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Gesetzliche Rahmenbedingungen (Flamm- und Umweltschutz) zwingen vermehrt zum Einsetzen 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 nur teilweise auf dem Markt erprobt und könnte die erhofften Umsatzziele nicht erreichen • Der Produkteinsatz in zyklische Sektoren macht das Unternehmensergebnis volatil und abhängig von der Wirtschaftsentwicklung

Kurz- und mittelfristige Katalysatoren

- Am 10. Juni 2010 findet die Hauptversammlung statt und das Management dürfte einen Überblick über das aktuelle Geschäftsumfeld geben.
- Die Produktion des neuen Additivs ACTILOX CAHC ist in 2010 langsam angelaufen und sollte für erste Umsätze sorgen. Wir erwarten positive Nachrichten aus diesem Bereich.
- Wie 2009 erwarten wir auch in 2010, dass das Management erfolgreich Investorengespräche und Roadshows durchführt, was das Unternehmen bekannter machen sollte.

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 am Gesamtumsatz mit der Nabaltec AG ähnlichen Produkten.

Zusätzlich zur DCF Bewertung haben wir eine klassische Kennzahlenanalyse durchgeführt. In die Kalkulation des Zielkurses wurde die Kennzahlenanalyse nicht mit einbezogen. Da in den nächsten Jahren Verluste erwirtschaftet oder nur geringe Gewinne erzielt werden können, wäre die Aussagekraft der Kennzahlenanalyse gering.

Die DCF Methode ergab einen fairen Unternehmenswert von EUR 43,9 Mio., was einem Preis pro Aktie von EUR 5,5 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 10,63%.

DCF Model

(in EUR tsd)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Nettoeinkommen		(182,00)	(5.365,00)	(2.139,21)	900,58	2.176,76	2.844,30	3.128,73	3.706,35	4.076,98	4.484,68
(+) Abschreibungen und Amortization		5.190,00	6.441,00	7.231,27	7.082,52	5.581,44	6.251,21	6.876,34	7.563,97	8.320,37	9.152,40
(-) Cash flow aus working capital		-	3.125,00	5.977,96	431,89	488,03	546,60	601,26	661,38	727,52	800,27
(-) Investitionsaufwand		-	(20.336,00)	(5.000,00)	(3.000,00)	(5.581,44)	(6.251,21)	(6.876,34)	(7.563,97)	(8.320,37)	(9.152,40)
(-) Schuldenveränderung		-	14.372,00	(2.359,85)	(2.241,86)	(2.000,00)	(1.000,00)	(1.000,00)	(1.000,00)	(1.000,00)	(1.000,00)
FCFE		5.008,00	(1.763,00)	3.710,17	3.173,12	664,79	2.390,90	2.729,99	3.367,73	3.804,50	4.284,95
FCFE adjustiert		5.008,00	(1.763,00)	3.710,17	3.173,12	664,79	2.390,90	2.729,99	3.367,73	3.804,50	4.284,95
PV der FCFE		5.008,00	(1.763,00)	3.467,66	2.680,88	507,72	1.650,61	1.703,69	1.899,82	1.940,09	1.975,22
Summe der PV of FCFE - 1. Phase		6.656,26									
Summe der PV of FCFE - 2. Phase		9.169,43									
Langfristige Wachstumsrate		2,5%									
Terminal Value		54.056,27									
PV des Terminal Values		27.565,73									
PV des FCFE		43.391,42									
(+) Liquide Mittel		497,00									
		43.888,42									

Zusammenfassung der DCF (FCFE) Bewertung	Value	% of Total
PV - 1. Phase	6.656,26	15,2%
PV - 2. Phase	9.169,43	20,9%
PV of Terminal Value	27.565,73	62,8%
Cash	497,00	1,1%
Unternehmenswert	43.888,42	100,0%

Kapitalkosten	
Kapitalkosten	10,63%
Beta	1,25
Risikoprämie	6,5%
Risikoloser Zinssatz	2,5%

Source: VEM Aktienbank

Profil: Gestärkt aus der Wirtschaftskrise

Das 1994 gegründete Unternehmen fokussiert sich auf die Entwicklung, Herstellung und den Vertrieb von Spezialprodukten basierend auf Aluminiumhydroxid (ATH) und Aluminiumoxid und anderen Rohmaterialien. Die Nabaltec AG verkauft ihre Produkte weltweit an die Kunststoff-, Kabel-, Keramik-, Feuerfest- sowie Poliermittelindustrie. Die deutschen Produktionsstätten sind in Schwandorf, wo sich gleichzeitig der Hauptsitz befindet, und in Kelheim. Im Jahre 2005 kam die mittlerweile erfolgreiche Nashtec L.P. (Corpus Christi, Texas/USA) hinzu; ein US Joint Venture mit Sherwin Aluminum. Die Nabaltec AG hält daran 51% der Anteile.

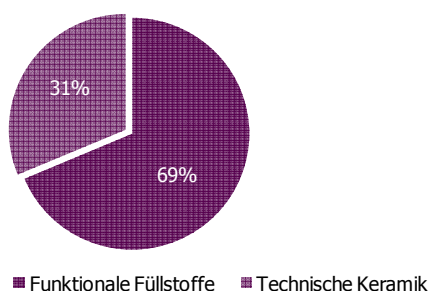
Aktuell sind weltweit 349 Mitarbeiter beschäftigt. Die Mitarbeiterzahl konnte während der Krise auch dank der erfolgreichen Einführung der Kurzarbeit konstant gehalten werden. Somit können bei einer Nachfragewiederbelebung teure Neueinstellungen vermieden werden. Selbstverständlich war auch die Nabaltec AG von der weltweiten Krise als zyklisches Unternehmen negativ beeinträchtigt und erwirtschaftete 2009 einen Umsatzrückgang. Allerdings nutzte das Unternehmen die Phase und optimierte die Geschäftsstrukturen. Somit sollte die Nabaltec AG gestärkt aus der Wirtschaftskrise herausgehen.

Das Geschäftsmodell

Das Unternehmen konzentriert sich auf zwei Unternehmensbereiche - „Funktionale Füllstoffe“ und „Technische Keramik“. Im Geschäftsjahr 2009 wurde damit ein Gesamtjahresumsatz von EUR 73,1 Mio. erzielt. Dies war zwar deutlich unter dem Umsatz von 2008 (minus 24,1%) aber dennoch aufgrund des äußerst schlechten Marktumfeldes sehr zufriedenstellend. Das EBITDA lag bei EUR 3,7 Mio., was einer EBITDA Marge von rund 5,1% entspricht.

Die Umsätze verteilen sich seit Jahren relativ ähnlich auf die Unternehmensbereiche. Da das Segment „Funktionale Füllstoffe“ von höheren Wachstumsraten als „Technische Keramik“ gekennzeichnet ist, verschiebt sich die Umsatzverteilung zugunsten der „Funktionalen Füllstoffe“. Im Geschäftsjahr 2009 fielen 68,7% des Umsatzes auf diesen Bereich.

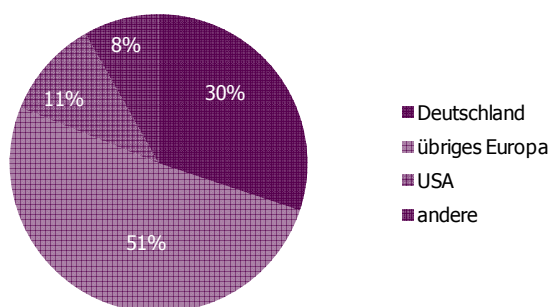
Verteilung nach Geschäftsbereichen (Fiskaljahr 2009)



Source: Nabaltec AG

Nabaltecs Hauptabsatzmarkt ist mit einem Anteil von 81% am Gesamtumsatz Europa, wobei Deutschland innerhalb Europas den mit Abstand größten Markt darstellt (siehe Graphik). Nach Europa sind die USA der zweitwichtigste Markt. Im Jahre 2009 haben sich die US und die asiatischen Märkte am schnellsten erholt und somit kam es zu einer leichten Umsatzverschiebung zugunsten dieser Regionen verglichen mit dem Geschäftsjahr 2008.

Gesamtumsatz nach Regionen (Fiskaljahr 2009)



Source: Nabaltec AG

Funktionale Füllstoffe

Im Gesamtjahr 2009 wurde mit dem Segment „Funktionale Füllstoffe“ ein Umsatz von EUR 50,2 Mio. erzielt. Dies ist deutlich weniger als in den Vorjahren und entsprach einem negativen Wachstum von -18,5 gegenüber des Vorjahres. Aufgrund des sehr schlechten makroökonomischen Umfelds ist dies allerdings auch nicht verwunderlich. Die zweite Jahreshälfte 2009 war bereits durch eine deutliche Stabilisierung der Umsatzentwicklung charakterisiert. Erfreulich anzumerken ist, dass das EBITDA mit EUR 2,8 Mio. positiv war.

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).

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 circa ein Drittel) noch umweltschädlich sind.

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

Mit dem Produktsegment „Technische Keramik“ erzielte die Nabaltec AG im Geschäftsjahr 2009 einen Umsatz von EUR 22,9 Mio.; ein Umsatzminus von 34%. Im Gegensatz zum Segment „Funktionale Füllstoffe“ sind die Wachstumsraten volatiler. Auch in diesem Bereich konnte die Nabaltec AG ein positives EBITDA verzeichnen. Es betrug in 2009 EUR 0,9 Mio..

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.

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

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

Management und Mitarbeiter

Das Management der Nabaltec AG zeichnet sich durch jahrelange Konstanz und große Erfahrung aus und besteht aus den beiden Vorständen Gerhard Witzany und Johannes Heckmann. Beide Vorstände sind erheblich am Unternehmen beteiligt (siehe Kapitel „Aktionärsstruktur“). Dies sollte ein großes Engagement in das Unternehmen garantieren.

Herr Witzany hat nach fünf Semestern Maschinenbau ein Studium der Betriebswirtschaft an der Universität Regensburg als Diplom-Kaufmann abgeschlossen. Nach einer leitenden Position in der Metallindustrie wechselte er 1985 zur VAW aluminium AG und übernahm die Geschäftsführung der VAW Flußspat Chemie GmbH. Im Jahre 1992 übernahm er die Leitung der Sparte Spezialoxide der VAW mit den Standorten Schwandorf und Stade. Die Restrukturierung und der anschließende Verkauf des Nabwerkes an die AKW hat Herr Witzany als Spartenleiter der VAW betrieben und war auch der Gründungsgeschäftsführer der Nabaltec GmbH. Mit der Selbständigkeit der Nabaltec GmbH im Juli 1996 wurde er Geschäftsführer und ist nun Vorstand der Nabaltec AG. Heute ist Herr Witzany verantwortlich für den kaufmännischen Bereich, also für den Einkauf, den Vertrieb, das Marketing, das Personalwesen sowie die Finanzen und das Controlling. Herr Witzany hat eine jahrelange Erfahrung im Chemiesektor und hat umfangreiche Kenntnisse der Nabaltec Strukturen aufgrund seiner langen Unternehmenszugehörigkeit.

Genau das gleiche gilt für den zweiten Vorstand Johannes Heckmann. Herr Heckmann ist verantwortlich für den technischen Bereich und hier hauptsächlich für die Produktion und die Entwicklung zuständig. Er absolvierte ein Wirtschaftsingenieurstudium an der Fachhochschule in Rosenheim

Wettbewerbssituation

Die Nabaltec AG befindet sich in einer oligopolistischen Wettbewerbssituation. Es gibt nur wenige weltweit vertretene Wettbewerber, die Markteintrittsbarrieren sind hoch. Meist sind es kleine Tochterunternehmen von großen multinationalen Chemiefirmen oder kleinere bis mittelgroße Firmen in privater Hand. Ein Hauptkonkurrent, die Almatris AG, hat Anfang März 2010 angekündigt, sich aus dem US Geschäft für Feinhydroxid zurückzuziehen. Dies verringert den Wettbewerbsdruck abermals und stärkt Nabaltecs Position in dem Bereich.

Die Nabaltec AG hat es mittlerweile geschafft, in allen Segmenten zu den Topanbietern zu gehören. In den Bereichen „Funktionale Füllstoffe“ sowie Technische Keramik (Bereich Keramische Massen) ist das Unternehmen sogar mittlerweile 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 2009)

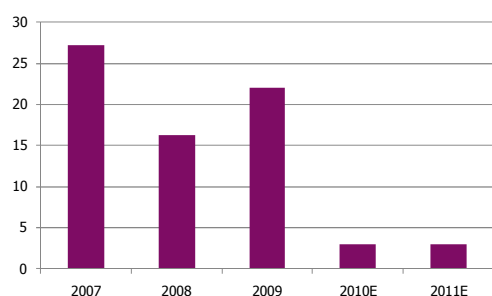
Rangfolge	Funktionale Füllstoffe	Technische Keramik Keramische Rohstoffe	Technische Keramik Keramische Massen
1	Nabaltec AG	Almatris	Nabaltec AG
2	Albemarle/Martinswerk	Rio Tinto Alcan	Albemarle/Martinswerk
3	MAL Magyar Aluminium	MAL Magyar Aluminium	Eggerding & Co.
4	Sumitomo	Nabaltec AG	

Source: Nabaltec AG

Investitionen

Die Zeiten der Großinvestitionen sind unserer Meinung nach erst einmal vorbei. Über Jahre hatte das Unternehmen kräftig in neue Maschinen und Produktionsanlagen investiert. Die nun vorhandenen Kapazitäten sollten ausreichen, um das erwartete Wachstum in den nächsten Jahren erzielen zu können. Wir rechnen in den nächsten Jahren nur noch mit Ersatzinvestitionen.

Jährliche Kapitalausgaben in EUR Mio.

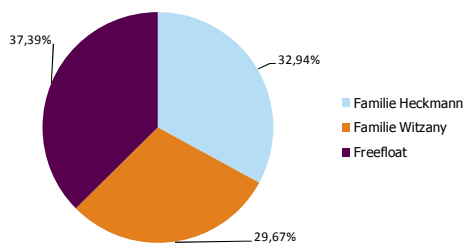


Quelle: Nabaltec AG, VEM Aktienbank

Die Aktionärsstruktur

Die Aktionärsstruktur hat sich in den letzten Monaten kaum verändert; mehr als 60% der Aktien befinden sich in den Händen des Managements. Diese scheinen kurz- bis mittelfristig nicht zu planen, Anteile zu verkaufen. Die Familien Heckmann (32,94% der Aktien) und Witzany (29,67% der Aktien) halten den Großteil der Aktien. Etwas mehr als 37% befinden sich im Freefloat.

Aktuelle Aktionärsstruktur



Source: Nabaltec AG

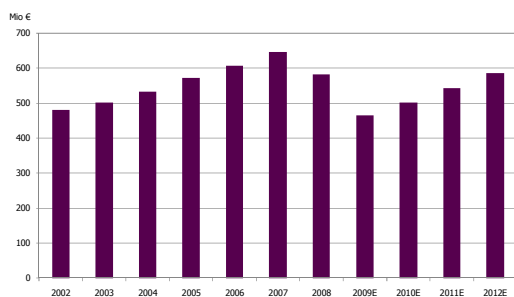
Die Wachstums- und Werttreiber

Wir glauben, dass die Nabaltec AG die Wirtschaftskrise mittlerweile überwunden hat und gehen davon aus, dass kurz- bis mittelfristig die auch in unserer letzten ausführlichen Studie definierten positiven Wachstumstreiber wieder greifen werden. Diese sind von makroökonomischer sowie Sektor- wie auch titelspezifischer Natur.

Wieder hohe Nachfrage nach etablierten Produkten

Wir gehen davon aus, dass die bereits bestehende Produktpalette nach einem Nachfragerückgang aufgrund der Wirtschaftskrise zukünftig wieder durch überproportional hohe Wachstumsraten gekennzeichnet sein dürfte. Der positive Trend nach Flammenschutz ist weiterhin in Takt. Wie das renommierte Forschungsunternehmen Frost & Sullivan ermittelt hat, sollte sich das längerfristige Marktwachstum bei knapp 8,1% befinden; dies vor allem wegen neuen Regulierungen zum Personenschutz in Transportmitteln wie auch in der Bauwirtschaft, wo besondere Sicherheitsaspekte erforderlich sind (keine Feuerentwicklung). Wegen der besseren Eigenschaften der Nabaltec Produkte (vor allem höhere Produktivität) glauben wir, dass die Nabaltec AG höhere Wachstumsraten als der Markt erzielen kann

Wachstum von Flammenschutzmittel in Europa in EUR Mio.



Source: Frost & Sullivan/ VEM Aktienbank AG

Auch im Segment „Technische Keramik“ rechnen wir längerfristig wieder mit guten Wachstumsraten. Für „Technische Keramik“ sollte das längerfristige Marktwachstum jährlich 5% betragen. Hier glauben wir, dass die Nabaltec AG in der Lage sein sollte, das Marktwachstum vor allem wegen überproportional starken Preissteigerungen zu übertreffen.

Neue Einsatzgebiete - neues Produktsegment: Additive

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 im ersten Quartal 2010 in Betrieb genommen. Es wurden mehr als 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 Bodenbeläge, Fensterprofile, Kunststoffrohre, und Rollläden. ACTILOX® CAHC basiert auf Calcium/Zink und schützt Kunststoffe dauerhaft vor Zersetzung, Licht und Sauerstoff. Zusätzlich hat es die Eigenschaft, frei von Schwermetallen, also umweltfreundlich, zu sein.

Wir rechnen damit, dass im Geschäftsjahr 2010 mit dem Produkt Umsätze von EUR 3,5 Mio. erreicht werden können. 2011 sollte der Umsatz mit ACTILOX CAHC EUR 8,0 Mio. betragen. Die USA ist der größte Nachfrager nach PVC Produkten. Aus dieser Region sehen wir längerfristig das größte Potenzial.

Zusätzliches Wachstumspotenzial bietet Böhmit, mit dem die Elektronikindustrie, hier speziell die Leiterplattenhersteller, beliefert wird. Mit Böhmit ist es möglich mit hohen Temperaturen zu löten. Auch hier erhoffen wir uns einen positiven Umsatzbeitrag in den nächsten Jahren. Es wird bereits in einer Pilotanlage in Kelheim produziert.

US Joint Venture Nashtec L.P.

Das Joint Venture Nashtec L.P. war jahrelang das große Sorgenkind der Nabaltec AG. Zwar startete man 2006 zuversichtlich, aber aufgrund eines technischen Defekts und einer zweimonatigen Stilllegung war das Kundenvertrauen zunächst gering. Die Umsätze blieben weit unter den Erwartungen zurück, die Auslastung war unterdurchschnittlich und die Nashtec L.P. war auf die finanzielle Unterstützung der Gesellschafter angewiesen.

Dies hat sich nun deutlich geändert. Mittlerweile ist das Werk fast ausgelastet. Im Krisenjahr 2009 war die Nashtec L.P. seit der ersten Jahreshälfte cash positiv und schaffte den Breakeven auf operativer Basis.

Wir glauben, dass in den Folgejahren die Nashtec L.P. zum profitablen Unternehmen heranwächst und das ehemalige Sorgenkind sich zum „Cashbringer“ entwickelt sollte. Der angekündigte Rückzug der Almatris aus dem amerikanischen Raum in der zweiten Jahreshälfte 2010 erachten wir für die Nashtec L.P. und somit auch für die Nabaltec AG als sehr positiv; wird die Nabaltec AG doch das einzige Unternehmen sein, das in den USA Feinhydroxid produzieren wird.

Nashtec L.P. hat eine Gesamtkapazität von 24.000 t und produziert Aluminiumhydroxid als halogenfreien, flammen-hemmenden Füllstoff, das unter der Marke APYRAL® 40CD vertrieben wird. Ziel war und ist es, direkt Kunden in den USD Währungsräumen u.a. auch Asien zu bedienen. Dies

führt einerseits zu Kosteneinsparungen und reduziert andererseits die Wechselkursabhängigkeit zum US Dollar erheblich. Nashtec L.P. ist eine reine Produktionsstätte, der Vertrieb wird von der Nabaltec AG übernommen. Forschung und Entwicklung sowie andere administrative Einheiten kommen weiterhin aus Schwandorf.

Wachstumsmarkt Ausland

im Geschäftsjahr 2009 erzielte das Unternehmen bereits einen Umsatzanteil von knapp 70% im nicht deutschen Raum. Wir rechnen damit, dass dieser Anteil in den nächsten Jahren sich noch erhöht. Asien ist immer noch relativ schwach vertreten. Diese Region wird aber in den nächsten Jahren überproportional wachsen und Flammenschutz wie auch Umweltschutz wird an Bedeutung gewinnen. Somit rechnen wir vor allem aus Ländern wie China und Indien mit einer überproportional starken Nachfrage. Auch hier wird die Nashtec L.P. eine wichtige Rolle spielen, da ein signifikanter Anteil der Produkte aus dem Werk in Texas nach Asien verschifft wird. Aber auch andere Regionen außerhalb Deutschlands dürften nach der Wirtschaftskrise wieder hohe Wachstumsraten aufweisen, was die sich positiv auf die Umsatzentwicklung der Nabaltec AG auswirken sollte.

Finanzen

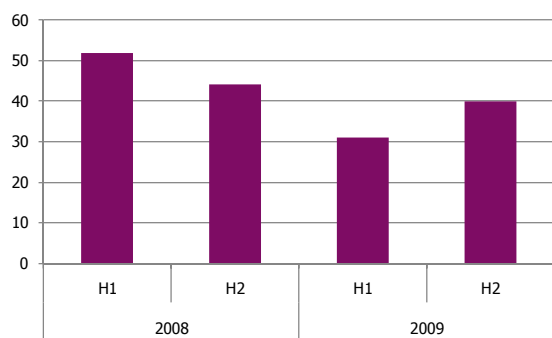
Trotz Wirtschaftskrise erste positive Signale in der 2. Hälfte 2009

In 2009 ging –wie erwartet - die globale Wirtschaftskrise an der Nabaltec AG nicht spurlos vorbei. Die Umsätze sanken im Vergleich zu 2008 um -24,1% auf EUR 73,1 Mio. und lagen dabei dennoch leicht über unseren Erwartungen. Auch das EBITDA 2009 war EUR 3,7 Mio. leicht besser als erwartet. Aufgrund der hohen Abschreibungen von EUR 6,4Mio. war der operative Gewinn mit EUR -2,7 Mio. negativ.

Allerdings verlief die Umsatzentwicklung wie auch das EBITDA im zweiten Halbjahr 2009 schon weit besser. Die Nabaltec AG war in der zweite Hälfte in der Lage auf der Umsatzseite um 20,8% gegenüber der ersten Hälfte 2009 zu wachsen und auch das EBITDA verbesserte sich deutlich

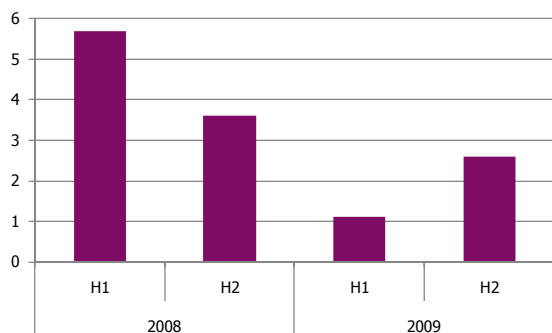
Wir interpretieren dies als eindeutiges Zeichen der Wirtschafts- und Nachfrageerholung und gehen davon aus, dass sich dieser Trend in den Jahren 2010 und 2011 fortsetzen wird.

Umsatzentwicklung 2008/2009 auf Halbjahresbasis in EUR Mio.



Source: Nabaltec AG

EBITDA Entwicklung 2008/2009 auf Halbjahresbasis in EUR Mio.

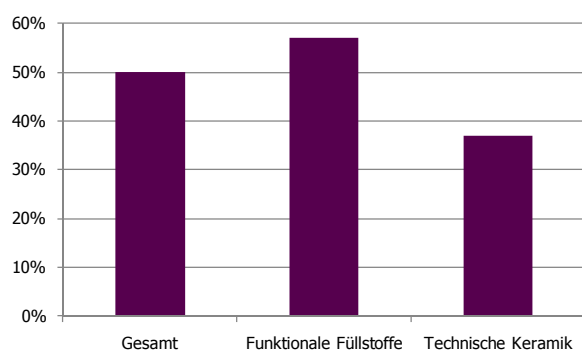


Source: Nabaltec AG

Positives Q1 2010

Das vierte Quartal 2009 hat es bereits angedeutet. Die Nachfrage nach Nabaltec Produkten verbessert sich zusehends. Und auch das erste Quartal 2010 verlief überraschend positiv. Der Umsatz konnte um 50% auf EUR 24,4 Mio. gegenüber dem Vorjahresquartal gesteigert werden. Zwar war das erste Quartal 2008 am stärksten von der Wirtschaftskrise beeinträchtigt und somit sehr schwach, aber wir empfinden die Umsatzsteigerung dennoch als sehr erfreulich. Das Segment „Funktionale Füllstoffe“ wuchs mit 57% deutlich stärker an als der Bereich „Technische Keramik, der um 37% wuchs. Ebenfalls sehr positiv ist die weiterhin starke Performance des US Joint Ventures Nashtec. Wie das Management berichtet wird dort mittlerweile fast unter Volllast (85%) produziert.

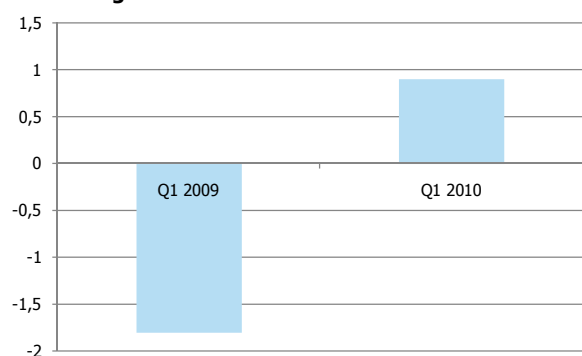
Umsatzwachstum Q1 2010 versus Q1 2008 in %



Source: Nabaltec AG

Das operative Ergebnis entwickelte sich mit EUR 0,9 Mio. im ersten Quartal 2010 ebenfalls positiv.

Entwicklung EBIT in EUR Mio.



Source: Nabaltec AG

Es geht weiter aufwärts

Die Kapazitätsauslastung in den deutschen Werken ist wieder bei mehr als 65% angelangt mit steigender Tendenz. Und wie schon erwähnt, ist auch das US Werk Nashtec L.P. sehr gut ausgelastet. Die Visibilität ist zwar noch nicht auf das Niveau vor der Krise angestiegen, aber sie scheint deutlich sich erhöht zu haben. Die Wirtschaftskrise ist überwunden. Das seit 2010 neu produzierte Additiv wird

sich zusätzlich positiv auf den Umsatz auswirken. Zwar wird der Umsatzanteil von ACTILOX® CAHC in 2010 noch relativ gering sein, aber wir rechnen mit überproportional hohen Wachstumsraten und einem konstant steigenden Umsatzanteil.

Für das Geschäftsjahr 2110 rechnen wir mit einem Umsatzanstieg von 18% gegenüber dem Vorjahr, was einem Gesamtumsatz von EUR 86,03 Mio. entspricht. Wir gehen davon aus, dass es in beiden Segmenten „Funktionale Füllstoffe“ wie auch „Technische Keramik“ zu einer weiterhin deutlichen Erholung der Nachfrage kommt. Für 2011 erwarten wir einen nochmaligen Umsatzschub von 15% auf EUR 98,78.

Das EBT dürfte vor allem auf Grund der hohen Zinsbelastungen (EUR 3,78 Mio.) allerdings auch im Geschäftsjahr 2010 negativ ausfallen. Wir kalkulieren mit EUR -2,13 Mio.. Erst im Geschäftsjahr 2011 rechnen wir mit einem positiven EBT von EUR 1,42 Mio..

Ab 2010 rechnen wir nur noch mit Ersatzinvestitionen von EUR 5,0 Mio.. Ab 2011 mit EUR 3 Mio. Die Phase der massiven Kapitalausgaben ist vorbei. Dies kommt vor allem dem Cash flow zu Gute.

Anhang - Finanzberichte

Gewinn- und Verlustrechnung

(in EUR tsd.)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
Sales	56.499	61.319	71.578	88.109	96.277	73.060	86.033	98.787
Growth in %		9%	17%	23%	9%	-24%	18%	15%
Others	1.021	4.324	2.105	3.734	6.303	-679		
Growth in %		324%	-51%	77%	69%			
Total	57.520	65.643	73.683	91.843	102.580	72.381	86.033	98.787
Growth in %		14%	12%	25%	12%	-29%	19%	15%
Costs of Goods Sold	-28.966	-34.816	-38.843	-50.195	-57.528	-38.061	-44.737	-50.381
in % of Sales	50,4%	53,0%	52,7%	54,7%	56,1%	56,0%	52,0%	51,0%
Gross Profit	28.554	30.827	34.840	41.648	45.052	34.320	41.296	48.405
Gross Margins	49,6%	47,0%	47,3%	45,3%	46,8%	47,0%	48,0%	49,0%
Personnel Expenses	-12.036	-12.817	-13.867	-15.648	-17.109	-15.595	-16.938	-18.632
in % of Sales	21,3%	20,9%	19,4%	17,8%	17,8%	21,3%	19,7%	18,9%
Other operating Expenses	-11.020	-12.209	-13.608	-17.649	-18.625	-14.992	-15.486	-17.782
in % of Sales	19,5%	19,9%	19,0%	20,0%	19,3%	20,5%	18,0%	18,0%
EBITDA	5.498	5.801	7.365	8.351	9.318	3.733	8.872	11.992
EBITDA Margins	9,7%	9,5%	10,3%	9,5%	9,7%	5,1%	10,3%	12,1%
Depreciation	2.726	2.466	2.582	4.375	5.190	6.441	7.231	7.083
EBIT	2.772	3.335	4.783	3.976	4.128	-2.708	1.641	4.910
EBIT Margins	4,9%	5,4%	6,7%	4,5%	4,3%	-3,7%	1,9%	5,0%
Financial Income	-711	-915	-1.276	-2.805	-3.087	-4.323	-3.780	-3.623
EBT	2.061	2.419	1.582	1.171	1.041	-7.031	-2.139	1.287
	3,6%	3,9%	2,2%	1,3%	1,1%	-9,6%	-2,5%	1,3%
Taxes	750	922	761	512	1.223	-1.666	0	386
Tax Rate				44%	117%	0%	0%	30%
Other taxes	-36	-37	-38					
Net Profit	1.275	1.460	783	659	-182	-5.365	-2.139	901
Net Margins	2,2%	2,2%	1,1%	0,7%	-0,2%	-7,3%	-2,5%	0,9%
Shareholders of the parent company				2.364	1.126	-5.047	-2.639	401
Minority Interests				-1.705	-1.308	-318	500	500
EPS	0,21	0,24	0,10	0,30	0,14	-0,63	-0,33	0,05
Number of Shares	6.000	6.000	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000

Bilanz

(in EUR tsd)	2007	2008	2009	2010E	2011E
AKTIVA					
Sachanlagen	82.520	96.928	108.469	106.238	102.155
Immaterielle Vermögenswerte	265	364	233	233	233
Anlagevermögen	82.785	97.292	108.702	106.471	102.388
Vorräte	17.849	28.408	19.213	14.708	16.564
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände					
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2.783	1.303	499	1.886	2.165
Sonstige Vermögensgegenstände	4.703	3.216	2.900	2.900	2.900
Liquide Mittel	1.676	1.942	497	4.207	7.380
Rechnungsabgrenzungsposten	7.062				
Umlaufvermögen	34.073	34.869	23.109	23.701	29.009
TOTAL	116.858	132.161	131.811	130.172	131.397
P A S S I V A					
Eigenkapital	47.329	45.051	40.043	37.904	38.804
Gezeichnetes Kapital	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000
Kapitalrücklage	29.764	29.764	29.764	29.764	29.764
Gewinnrücklage	9.707	9.707	9.707	9.707	9.707
Ergebnisvortrag	- 170	1.394	2.520	- 119	281
Konzernergebnis nach Steuern	2.364	1.126			
Sonstige Erfolgsneutrale EK Veränderungen	- 486	- 934	- 5.945	- 5.945	- 5.945
Ausgleichsposten für Anteile anderer Gesellschafter	- 1.850	- 4.006	- 4.003	- 3.503	- 3.003
Rückstellungen					
Sonstige Rückstellungen	1.528	930	868	955	955
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen	9.606	9.643	11.078	12.186	13.404
Verbindlichkeiten					
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	20.374	27.377	47.197	44.837	42.595
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	11.401	9.497	6.066	7.354	8.282
Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen	7.240	6.171	4.927	4.681	4.447
Kurzfr. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	6.790	10.236	4.737	4.737	4.737
Sonstige Verbindlichkeiten	7.729	17.612	4.426	4.426	4.426
andere kurzfristige Verbindlichkeiten	1.037	1.093	10.393	10.913	11.458
Verbindlichkeiten aus Steuern	3.824	4.551	2.076	2.180	2.289
TOTAL	116.858	132.161	131.811	130.172	131.397

Kapitalflussrechnung

(in EUR tsd.)	2008	2009	2010E	2011E
Konzernergebnis		-5.047	-2.139	901
Abschreibungen auf immaterielles Vermögen und Sachanlagen		6.441	7.231	7.083
Veränderung der Rückstellungen		1.373	1.195	1.219
Sondereffekt aus Umstellung Factoring und anderes		2.303		
Veränderung der Forderungen und anderer Aktiva		10.564	3.118	-2.135
Veränderung der Verbindlichkeiten und anderer Passiva		-11.115	1.665	1.348
Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit		4.519	11.070	8.415
Auszahlungen für Investitionen in immaterielles Vermögen und Sachanlagen		-20.336	-5.000	-3.000
Cashflow aus der Investitionstätigkeit		-20.336	-5.000	-3.000
Einzahlungen von Gesellschaftern (Kapitalerhöhung)		0	0	0
Veränderung der Bankverbindlichkeiten		14.372	-2.360	-2.242
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit		14.372	-2.360	-2.242
Zahlungswirksame Veränderungen der liquiden Mittel		-1.445	3.710	3.173
Liquide Mittel am Anfang der Periode		1.942	497	4.207
Liquide Mittel am Ende der Periode		1.942	497	7.380

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
09.07.2008	EUR 2,40	Buy	EUR 3,75
11.09.2009	EUR 2,07	Buy	EUR 3,55
25.11.2009	EUR 4,74	Buy	EUR 5,50
05.03.2010	EUR 4,30	Buy	EUR 5,50
03.05.2010	EUR 4,15	BUY	EUR 5,50

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	Disclosure
Nabaltec AG	3 - 5 - 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 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"), 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 einsehbar.

Zusätzliche wichtige Informationen:

Datum der ersten Veröffentlichung dieser Analyse: 03. Mai 2010

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.