

# Report

Aktien | Deutschland | Chemie

9. Juni 2009

# Nabaltec AG



**Empfehlung: Kaufen**

**Risiko: Hoch**

**Akt. Wert: EUR 2,40**

**Fairer Wert: EUR 3,75**

**Sektor: Chemie**

**Reuters Code: NTGG.F**

**Bloomberg Code: NTG GR**

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

Fiskaljahrende: Dezember

## Handelszahlen:

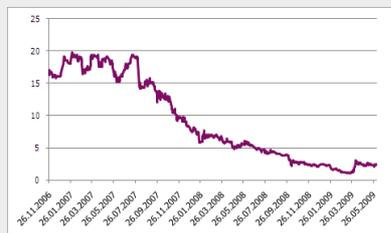
Hoch-Tief 52w (EUR): 6,39 – 1,00

Marktkap (in EUR Mio.): 19,3

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

Free Float: 39,4%

## Kursverlauf:



## Finanzkalender:

25. Aug 2009: Ergebnisse H2 2009

24. Nov 2009: Ergebnisse Q3 2009

## Datum und Zeitpunkt der Kurse:

**09. Juni 2009, 10:30 MEZ**

Dipl. Volkswirt Raimund Saier, CEFA

VEM - Aktienbank

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

T +49 (0) 89 30 903 - 4881

Bitte achten Sie auf den Disclaimer und andere Informationen auf Seite 26

## Mit Pulver zum Erfolg

Die Nabaltec AG, ein deutsches Unternehmen, das sich auf die Herstellung und den Vertrieb von Produkten aus Aluminiumhydroxid und -oxid fokussiert, leidet aktuell stark unter der internationalen Wirtschaftskrise. Die Umsätze sinken, die Margen fallen. Längerfristig glauben wir allerdings an den Erfolg des Geschäftsmodells und wir rechnen ab 2010 mit einer Trendwende und konsequenterweise mit steigenden Wachstumsraten.

Unser fairer Aktienpreis liegt bei EUR 3,75, was einem Unternehmenswert von EUR 30 Mio. entspricht. Wir raten die Aktie zu kaufen.

## Hauptpunkte

- Das Marktumfeld für die Nabaltec AG ist aktuell schwierig. Kunden stammen vor allem aus der Bau-, Stahl- und Elektronikindustrie und sind selbst massiv von der Wirtschaftskrise betroffen. Die Folge: Eine geringe Nachfrage nach Nabaltec Produkten. Ab 2010 erwarten wir allerdings eine deutliche Erholung des Auftragseingangs.
- Das Unternehmen investiert stark in die Entwicklung neuer Produkte. Ab 2010 sollten Additive für den Kunststoffbereich erste Umsätze generieren. Weitere innovative Produkte und Anwendungsmöglichkeiten dürften folgen und längerfristig zu einer Erhöhung der Gewinnmargen führen.
- Ein 2005 gegründetes Joint Venture in den USA (Nashtec L.P.) hat sich bisher nicht ausbezahlt. Interne wie auch externe Effekte verhinderten den Erfolg. Strategisch erachten wir es als richtig, ein Werk in den USA zu betreiben und wir glauben, dass das Management die nötigen Schritte eingeleitet hat, um Nashtec L.P. mittelfristig zum Erfolg zu bringen.

## Finanzen

Für 2009 erwarten wir einen Gesamtumsatz von EUR 78 Mio (-19% gegenüber 2008). Der Nettoverlust sollte EUR 7,2 Mio. betragen, dies vor allem aufgrund hoher Abschreibungen und Zinszahlungen. Erst ab 2010 rechnen wir mit einer wirtschaftlichen Erholung und einem Umsatzsprung auf EUR 89,3 Mio (+14%). In 2010 und 2011 dürften die operativen Gewinnmargen zwar positiv aber dennoch relativ gering ausfallen (2,7% resp. 6,4%). Langfristig sollte das Unternehmensziel von zweistelligen Gewinnmargen erreichbar werden.

## Bewertung

Unser Kursziel ist EUR 3,75. Zur Berechnung des Unternehmenswertes verwendeten wir ein DCF Modell. Zur Kalkulation benutzten wir aufgrund des hohen Risikoprofils des Unternehmens einen WACC von 12%.

(in EUR tsd.)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
Umsatz	91.843	102.580	78.000	89.300	102.380
EBITDA Marge	9,5%	9,7%	6,3%	11,9%	14,2%
EBIT Marge	4,5%	4,3%	-2,6%	2,7%	6,4%
Nettogewinn	659,0	(182,0)	(7.207,0)	(2.758,1)	1.070,8
Gewinn Pro Aktie	0,30	0,14	(0,78)	(0,24)	0,07
Kurs/Umsatz			0,25	0,22	0,19
Kurs/Gewinn			n.m.	n.m.	17,9
Kurs/Buchwert			0,43	0,50	0,54

## Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis _____	2
Executive Summary _____	3
Swot Analyse _____	5
Kurz- und mittelfristige Katalysatoren _____	5
Bewertung _____	6
DCF Bewertung	6
Sensitivitätsanalyse	7
Profil: Fokus auf weißes Pulver _____	8
Das Geschäftsmodell	8
Management und Mitarbeiter	11
Wettbewerbssituation	12
Investitionen	13
US Joint Venture Nashtec L.P.	13
Die Aktionärsstruktur	14
Die Wachstums- und Werttreiber _____	15
Neues Produktsegment: Additive	15
Langfristig hohe Nachfrage nach etablierten Produkten	16
Forschung und Entwicklung	16
Wachstumsmarkt Asien	17
Kostensenkungsmaßnahmen	17
Finanzen _____	19
Die weltweite Wirtschaftskrise hat kurzfristig negative Folgen	19
Ausblick 2009 und 2010 und danach	19
Anhang - Finanzberichte _____	22
Gewinn- und Verlustrechnung	22
Bilanz	23
Kapitalflussrechnung	24
Kennzahlen	25
Anhang – Legal Disclaimer _____	26

## Executive Summary

- › Die Nabaltec AG mit Hauptsitz in Schwandorf/Oberpfalz ging aus einem Spin-Off aus der VAW aluminium AG hervor und wurde 1996 zur Aktiengesellschaft umgewandelt. Heute fokussiert sich das Unternehmen auf die Entwicklung, die Herstellung und den Vertrieb von Produkten basierend auf Aluminiumhydroxid und Aluminiumoxid. Die Gesellschaft befindet sich mehrheitlich im Besitz des Vorstandes.
- › Aktuell beschäftigt die Nabaltec AG 344 Mitarbeiter an insgesamt drei Standorten in Deutschland und den USA und erzielte im Geschäftsjahr 2008 einen Jahresumsatz von EUR 96,3 Mio.
- › Das Unternehmen konzentriert sich auf zwei Unternehmensbereiche: „Funktionale Füllstoffe“, dessen Produkte in der Kunststoff- sowie der Kabelindustrie ihre Anwendung finden und „Technische Keramik“, deren Kunden aus der Keramik-, Feuerfest- und Poliermittelindustrie stammen.
- › 2005 wurde in den USA ein Joint Venture mit Sherwin Alumina unter dem Namen Nashtec L.P. gegründet. Dies mit dem Ziel, funktionale Füllstoffe in den USA zu produzieren, um vor allem amerikanische und asiatische Kunden bedienen zu können. Aufgrund einer effizienten Produktion wurden überdurchschnittliche Gewinnmargen erwartet. Die gesteckten Ziele konnten allerdings bis jetzt noch nicht erfüllt werden.
- › Das Unternehmen bewegt sich in einem oligopolistischen Marktumfeld mit hohen Eintrittsbarrieren. Enorme Investitionen sind notwendig, um Nabaltec Produkte herstellen zu können. Somit reduzieren sich die Wettbewerber auf einige wenige Unternehmen, die meist Tochtergesellschaften von großen, multinationalen Unternehmen sind.
- › Kurzfristig leidet die Nabaltec AG unter der momentan weltweiten Wirtschaftskrise, da viele Kunden aus zyklischen Branchen stammen (z.B. Stahlindustrie, Baugewerbe). Lager werden abgebaut und Nabaltec Produkte weniger nachgefragt. Für 2009 rechnen wir mit einem Umsatzrückgang von 19% gegenüber dem Vorjahr. Langfristig ist die Wachstumsstory allerdings weiterhin in Takt und wir rechnen ab 2010 wieder mit positiven Wachstumsraten und einem Umsatzwachstum von 14%, was deutlich über dem erwarteten Marktwachstums von jährlich 5% liegt. Ein erfolgreicher Produktmix und andauernde Kostensenkungsmaßnahmen sollten zudem längerfristig zu einer zweistelligen operativen Gewinnmarge führen.
- › Katalysator für das längerfristig erwartete überproportional hohe Umsatz- wie auch Gewinnwachstum ist vor allem die erfolgreiche Produktentwicklung. Hier fokussiert sich die Nabaltec AG aktuell auf Additive für den Kunststoffbereich (vor allem für den Bereich PVC). Weitere Wachstumstreiber sind die im Vergleich zu den Wettbewerbern besseren Produkteigenschaften sowie der allgemeine Trend zur Substitution toxischer Produkte.

Dies sollte zu Marktanteils Gewinnen führen. Überproportional starkes Umsatzwachstum sehen wir vor allem in Asien, wo die Nabaltec AG noch relativ schwach vertreten ist.

- › Unternehmensrisiken sehen wir vor allem bei dem amerikanischen Joint Venture Nashtec L.P.. Dort verlief das operative Geschäft, auch bedingt durch externe Effekte wie zum Beispiel Naturkatastrophen, eher schleppend und es besteht die Gefahr, dass die Nashtec L.P. auch mittelfristig operativ enttäuschen könnte. Zusätzliche Risiken sehen wir in dem hohen Investitionsbedarf. Ebenfalls negativ wäre eine eventuell doch länger anhaltende Wirtschaftskrise, was eine operative Erholung des Geschäftsgangs verzögern würde.
- › Unser fairer Unternehmenswert der Nabaltec AG liegt bei EUR 30,0 Mio., was einem Wert von EUR 3,75 pro Aktie entspricht. Der aktuelle Aktienpreis von 2,40 EUR ist somit deutlich unter unserem Kursziel und wir erwarten mittelfristig eine Anpassung des Aktienkurses an den Zielkurs. Zur Aktienkursbestimmung haben wir ein DCF Model herangezogen.

## Swot Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Oligopolistisches Wettbewerbsumfeld und hohe Eintrittsbarrieren ermöglichen das Durchsetzen von Preiserhöhungen</li> <li>• Durch verbesserte gesetzliche Rahmenbedingungen (Flamm- und Umweltschutz) sollte langfristig ein überproportional hohes Umsatzwachstum erzielt werden können</li> <li>• Hervorragende Produkteigenschaften schaffen großes Kundenvertrauen und führen zu Marktanteilsgewinnen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• US Joint Venture Nashtec L.P. entwickelt sich unter Plan und ist weiterhin auf die finanzielle Unterstützung der Gesellschafter angewiesen</li> <li>• Ausgeprägte Rohstoffabhängigkeit und hoher Energiebedarf machen das Ergebnis abhängig von Preisentwicklungen in diesen Bereichen</li> <li>• Historisch konnten die Umsatz- und Ertragsziele des Managements nicht immer erreicht werden. Bei den verunsicherten Investoren muss Vertrauen in das Unternehmen erst wieder aufgebaut werden</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Das neue Additiv ACTILOX CAHC sollte zu einem Wachstumsschub beim Umsatz und gleichzeitig zu einer Erhöhung der operativen Gewinnmarge beitragen</li> <li>• Fortdauernde Investitionen in Forschung und Entwicklung ermöglichen die Entdeckung neuer innovativer Produkte und Anwendungsmöglichkeiten</li> <li>• Bis jetzt ist das Unternehmen vor allem in Asien nur unterdurchschnittlich präsent. Wir erwarten ein hohes Absatzpotential in diesen Märkten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Das neue Additiv ACTILOX CAHC ist noch nicht auf dem Markt erprobt und könnte die erhofften Umsatzziele nicht erreichen</li> <li>• Bei einer lang andauernden Wirtschaftskrise könnten die Preise der Nabaltec AG Produkte weiter unter Druck kommen, was zu einer Margenreduktion führen dürfte</li> </ul>

## Kurz- und mittelfristige Katalysatoren

- Am 25. August 2009 wird das Unternehmen den Bericht über das zweite Quartal 2009 veröffentlichen und womöglich Aussagen über den aktuellen Geschäftsgang sowie eine Prognose für das Geschäftsjahr 2010 treffen.
- Noch im Geschäftsjahr 2009 sollte die Produktion des neuen Additivs ACTILOX CAHC, das vor allem im Bereich PVC zum Einsatz kommen wird, beginnen. Wir erwarten eine starke Nachfrage und überproportional hohe Gewinnmargen.
- Geplante Investorengespräche und Roadshows sollten das Geschäftsmodell des Unternehmens bekannter machen, Vertrauen wecken bzw. wieder herstellen und neues Interesse an einem Finanzengagement aufgrund der attraktiven Bewertung wecken.

## 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 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 30 Mio., was einem Preis pro Aktie von EUR 3,75 entspricht. Der aktuelle Aktienpreis steht bei EUR 2,40. Somit erscheint uns die Aktie deutlich unterbewertet und 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 12%. Der hohe WACC ergibt sich aus dem aktuell relativ großen operativen Risiko.

### DCF Model

( in EUR tsd)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Nettoeinkommen	659,00	(182,00)	(7.207,01)	(2.758,10)	1.070,76	2.196,05	2.767,02	3.383,68	3.826,16	3.940,94
(+) Abschreibungen und Amortization	4.375,00	5.190,00	6.923,43	8.214,61	7.985,00	8.446,35	9.122,06	9.760,60	10.248,63	10.556,09
(-) Cash flow aus working capital	13.835,00	(1.572,00)	13.100,41	954,39	413,35	454,68	491,06	525,43	551,70	568,26
(-) Investitionsaufwand	-	(16.329,00)	(25.000,00)	(5.000,00)	(8.000,00)	(8.446,35)	(9.122,06)	(9.760,60)	(10.248,63)	(10.556,09)
<b>FCFE</b>	<b>18.869,00</b>	<b>(12.893,00)</b>	<b>(12.183,18)</b>	<b>1.410,90</b>	<b>1.469,11</b>	<b>2.650,73</b>	<b>3.258,08</b>	<b>3.909,11</b>	<b>4.377,86</b>	<b>4.509,20</b>
<b>FCFE adjusted for valuation date</b>	<b>-</b>	<b>(12.893,00)</b>	<b>(12.183,18)</b>	<b>1.410,90</b>	<b>1.469,11</b>	<b>2.650,73</b>	<b>3.258,08</b>	<b>3.909,11</b>	<b>4.377,86</b>	<b>4.509,20</b>
<b>PV der FCFE</b>	<b>-</b>	<b>(12.893,00)</b>	<b>(11.458,16)</b>	<b>1.185,29</b>	<b>1.102,45</b>	<b>1.776,84</b>	<b>1.950,83</b>	<b>2.090,80</b>	<b>2.091,57</b>	<b>1.924,35</b>
<b>Summe der PV of FCFE - 1. Phase</b>	<b>(9.170,42)</b>									
<b>Summe der PV of FCFE - 2. Phase</b>	<b>9.834,39</b>									
Langfristige Wachstumsrate	2,5%									
Terminal Value	48.909,27									
<b>PV des Terminal Values</b>	<b>20.872,62</b>									
<b>PV des FCFE</b>	<b>21.536,60</b>									
(+) Liquide Mittel	8.665,71									
	<b>30.202,31</b>									

Zusammenfassung der DCF (FCFE) Bewertung	Value	% of Total
PV - 1. Phase	(9.170,42)	-30,4%
PV - 2. Phase	9.834,39	32,6%
PV of Terminal Value	20.872,62	69,1%
Cash	8.665,71	28,7%
Unternehmenswert	30.202,31	100,0%

Kapitalkosten	
Kapitalkosten	11,95%
Beta	1,30
Risikoprämie	6,5%
Risikoloser Zinssatz	3,5%

Source: VEM Aktienbank

### Sensitivitätsanalyse

Unsere Sensitivitätsanalyse zeigt, dass auch unter verschiedensten Szenarien, die Aktien der Nabaltec AG günstig bewertet zu sein scheinen.

Marktwert in EUR tsd.							Wert pro Aktie in EUR								
	Beta	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%		Beta	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
<b>WACC</b>								<b>WACC</b>							
<b>9,0%</b>		40.597	42.735	45.178	47.998	51.287	55.174	<b>9,0%</b>	5,07	5,34	5,65	6,00	6,41	6,90	
<b>9,5%</b>		37.463	39.294	41.369	43.741	46.477	49.669	<b>9,5%</b>	4,68	4,91	5,17	5,47	5,81	6,21	
<b>10,0%</b>		34.819	36.399	38.176	40.190	42.492	45.148	<b>10,0%</b>	4,35	4,55	4,77	5,02	5,31	5,64	
<b>10,5%</b>		32.464	33.836	35.369	37.094	39.050	41.284	<b>10,5%</b>	4,06	4,23	4,42	4,64	4,88	5,16	
<b>11,0%</b>		30.354	31.553	32.885	34.374	36.049	37.947	<b>11,0%</b>	3,79	3,94	4,11	4,30	4,51	4,74	
<b>11,5%</b>		28.454	29.507	30.671	31.965	33.410	35.037	<b>11,5%</b>	3,56	3,69	3,83	4,00	4,18	4,38	
<b>12,0%</b>		26.735	27.665	28.688	29.819	31.075	32.479	<b>12,0%</b>	3,34	3,46	3,59	3,73	3,88	4,06	
<b>12,5%</b>		25.174	25.999	26.902	27.895	28.993	30.214	<b>12,5%</b>	3,15	3,25	3,36	3,49	3,62	3,78	
<b>13,0%</b>		23.751	24.485	25.286	26.163	27.128	28.195	<b>13,0%</b>	2,97	3,06	3,16	3,27	3,39	3,52	
<b>13,5%</b>		22.448	23.104	23.818	24.596	25.448	26.386	<b>13,5%</b>	2,81	2,89	2,98	3,07	3,18	3,30	
<b>14,0%</b>		21.252	21.841	22.478	23.172	23.928	24.756	<b>14,0%</b>	2,66	2,73	2,81	2,90	2,99	3,09	
<b>14,5%</b>		20.151	20.681	21.253	21.872	22.546	23.281	<b>14,5%</b>	2,52	2,59	2,66	2,73	2,82	2,91	

Source: VEM Aktienbank

## Profil: Fokus auf weißes Pulver

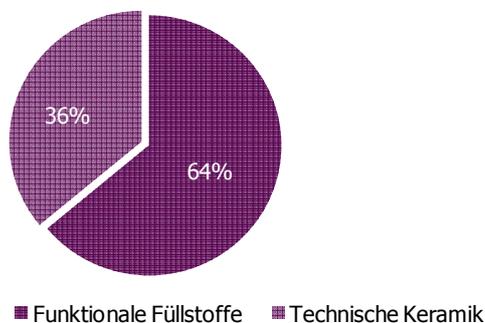
Die Unternehmensgeschichte der Nabaltec AG begann 1995, damals noch als GmbH, mit der Übernahme der Aluminiumoxidproduktion der VAW aluminium AG (Bonn). Heute fokussiert sich die Nabaltec AG auf die Entwicklung, Herstellung und den Vertrieb von Spezialprodukten basierend auf Aluminiumhydroxid (ATH) und Aluminiumoxid und anderen Rohmaterialien. Im Jahre 2005 gründete das Unternehmen in Corpus Christi, Texas/USA gemeinsam mit Sherwin Alumina, einem der größten Aluminiumoxidhersteller der USA, ein Joint Venture unter dem Namen Nashtec L.P. und hält daran 51% der Anteile. Die deutschen Produktionsstätten befinden sich in Schwandorf und Kelheim, beides in Bayern gelegen. Das Unternehmen verkauft seine Produkte weltweit an die Kunststoff-, Kabel-, Keramik-, Feuerfest- sowie Poliermittelindustrie.

Die Nabaltec AG hat ihren Hauptsitz in Schwandorf. Aktuell sind weltweit 344 Mitarbeiter beschäftigt. Vertriebstechnisch werden Großkunden direkt betreut, kleine Kunden über Handelsvertreter bzw. Vertriebspartner. Der Transport erfolgt über externe Unternehmen. Somit ist das Unternehmen nicht dem Risiko einer eigenen Flotte ausgesetzt.

### Das Geschäftsmodell

Das Unternehmen konzentriert sich auf zwei Unternehmensbereiche. Mit den Segmenten „Funktionale Füllstoffe“ und „Technische Keramik“ konnte im Geschäftsjahr 2008 ein Gesamtjahresumsatz von EUR 96,3 Mio. erzielt werden. Der operative Gewinn lag bei EUR 4,1 Mio., was einer EBIT Marge von 4,2% entsprach. Die Umsätze verteilen sich seit Jahren relativ gleich auf die beiden Geschäftsbereiche. Dabei wird der mit Abstand größte Umsatz im Bereich „Funktionale Füllstoffe“ erzielt; im Geschäftsjahr 2008 waren dies 64% des Gesamtumsatzes

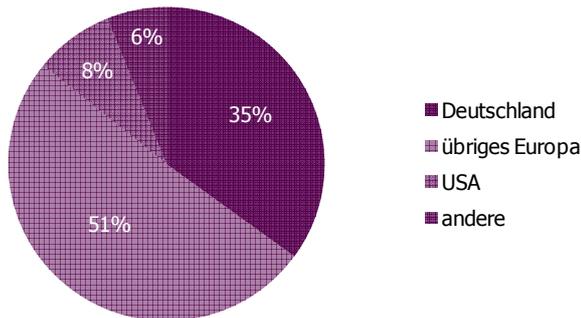
#### Verteilung nach Geschäftsbereichen (Fiskaljahr 2008)



Source: Nabaltec AG

Nabaltecs Hauptabsatzmarkt ist mit einem Anteil von 85,8% am Gesamtumsatz Europa, wobei Deutschland innerhalb Europas den mit Abstand größten Markt darstellt (siehe Graphik). Nach Europa sind die USA der zweitwichtigste Markt.

**Gesamtumsatz nach Regionen (Fiskaljahr 2008)**

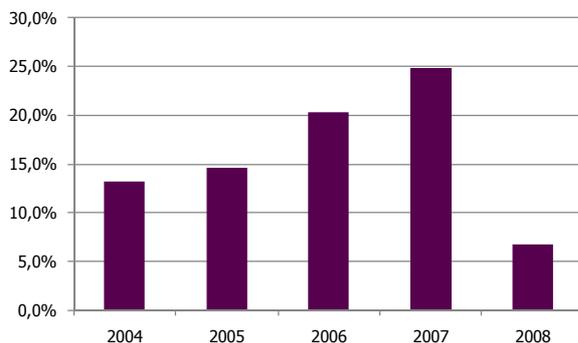


Source: Nabaltec AG

**Funktionale Füllstoffe**

Mit einem Anteil von fast zwei Dritteln am Gesamtumsatz hat das Segment „Funktionale Füllstoffe“ den größten Umsatzanteil. Im Gesamtjahr 2008 wurde damit ein Umsatz von EUR 61,6 Mio. erzielt. Bis 2007 konnte das Unternehmen überdurchschnittlich hohe Umsatzwachstumsraten in diesem Segment erzielen. Im Geschäftsjahr 2008 reduzierte sich das Wachstum aufgrund der Weltwirtschaftskrise auf 6,8%.

**Umsatzwachstum „Funktionale Füllstoffe“ in Prozent.**



Source: Nabaltec AG

Aus Aluminiumhydroxid und Magnesiumhydroxid werden halogenfreie flammhemmende Füllstoffe (d.h. Produkte ohne Fluor, Chlor, Brom) hergestellt. Diese haben die Eigenschaft, dass sie sowohl rauchgasmindernd sowie weder toxisch noch umweltschädlich sind. Die Füllstoffe sind zum Teil

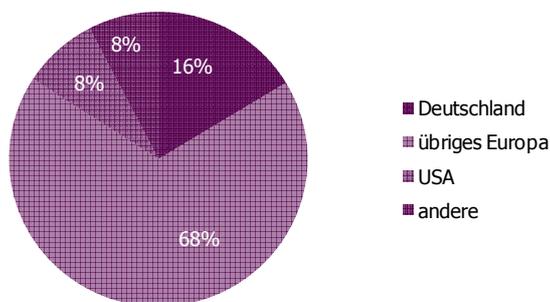
patentiert und werden unter anderem unter den Produktnamen APYRAL® und APYMAG® vertrieben und diversen Kunststoffen beigemischt.

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

Die Gewinnmargen im Bereich „Funktionale Füllstoffe“ waren in den letzten Jahren relativ gering. Im Geschäftsjahr 2008 konnte eine EBITDA Marge von 6,0% erzielt werden, 2007 waren es noch 7,6%. Die operative Marge betrug 0,5% im Geschäftsjahr 2008, bzw. 2,4% in 2007.

Hauptabsatzgebiet für funktionale Füllstoffe ist Europa gefolgt von den USA.

**Umsatz „Funktionale Füllstoffe“ nach Regionen (Fiskaljahr 2008)**

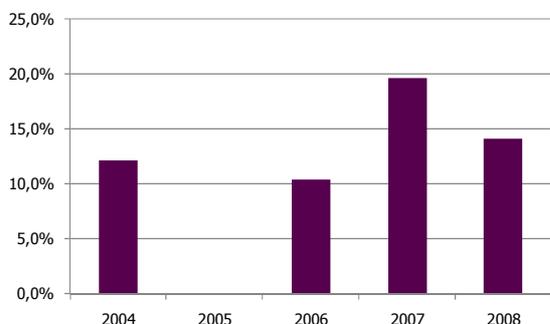


Source: Nabaltec AG

**Technische Keramik**

Mit dem Produktsegment „Technische Keramik“ erzielte die Nabaltec AG im Geschäftsjahr 2008 einen Umsatz von EUR 34,7 Mio. und ein Umsatzwachstum von 14,1%. Im Gegensatz zum Segment „Funktionale Füllstoffe“ sind die Wachstumsraten volatiler.

**Umsatzwachstum „Technische Keramik“ in Prozent**



Source: Nabaltec AG

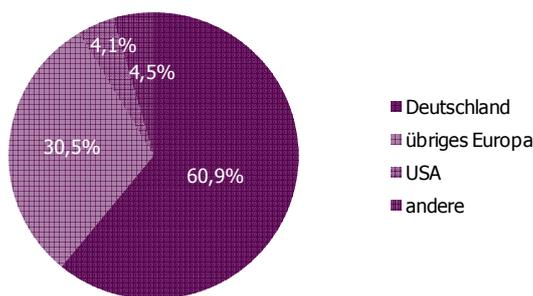
Hier sind es Spezial-Aluminiumoxide, die unter verschiedenen Markennamen wie NABALOX, SYMOLOX® und GRANALOX® vertrieben werden. Aus diesen Produkten entstehen keramische Rohstoffe und Massen, die höchsten Anforderungen und Belastungen standhalten können. Technische Keramik hat eine extrem hohe Abriebfestigkeit (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.

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.

Die Gewinnmargen im Bereich „Technische Keramik“ waren in den letzten Jahren höher als im Unternehmensbereich „Funktionale Füllstoffe“. Im Geschäftsjahr 2008 betrug die EBITDA Marge 16% und die EBIT Marge 11,2%.

Auch hier ist das Hauptabsatzgebiet mit großem Abstand Europa, vor allem Deutschland.

**Umsatz „Technische Keramik“ nach Regionen (Fiskaljahr 2008)**



Source: Nabaltec AG

**Management und Mitarbeiter**

Gerade für kleine Unternehmen ist ein starkes und erfahrenes Management Team unerlässlich und beeinflusst den operativen Erfolg eines Unternehmens erheblich. Das Top Management der Nabaltec AG besteht aus den beiden Vorständen Gerhard Witzany und Johannes Heckmann.

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

Beide halten erhebliche Aktienpakete an der Nabaltec AG. Gerhard Witzany (inklusive Familie) hält 29% der Aktienanteile, Johannes Heckmann (inklusive Familie) besitzt 31% der Anteile. Wir erachten die großen Aktienpakete im Besitz des Managements als sehr positiv. Unserer Meinung nach erhöht es doch deutlich das Engagement und Bestreben, einen positiven Geschäftsverlauf der Nabaltec AG erzielen zu wollen.

Aktuell beschäftigt das Unternehmen weltweit 344 Mitarbeiter und gilt vor allem an seinem Standort in der ländlichen Region Schwandorf als wichtiger und bedeutender Arbeitgeber. Die lokale Verwurzelung der Mitarbeiter sowie eine oft jahrelange Betriebszugehörigkeit sorgen für eine große Betriebstreue. Das Unternehmen wurde bereits mehrfach für seine herausragende Personalpolitik ausgezeichnet. Der Vorstand und der Betriebsrat arbeiten eng zusammen und somit können und konnten auch unangenehme Maßnahmen wie zum Beispiel Kurzarbeit oder Gehaltskürzungen (eingeführt im Geschäftsjahr 2009) relativ problemlos erfolgreich durchgesetzt werden.

### Wettbewerbssituation

Die Nabaltec AG befindet sich in einer oligopolistischen Wettbewerbssituation. Es gibt somit nur wenige Wettbewerber, die Markteintrittsbarrieren sind hoch. Wettbewerber sind weltweit vertreten. Es sind meist kleine Tochterunternehmen von großen multinationalen Chemiefirmen oder kleinere bis mittelgroße Firmen in privater Hand. Preiserhöhungen können auf Grund des oligopolistischen Marktes in der Regel durchgesetzt werden.

Die Nabaltec AG hat es geschafft, in allen Segmenten zu den Topanbietern zu gehören und hält durchschnittlich einen Marktanteil von 30%. 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 2008)

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

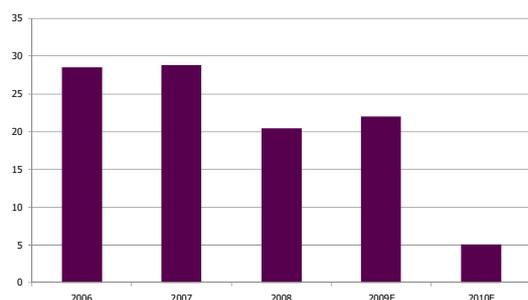
Source: Nabaltec AG

## Investitionen

Das Unternehmen investiert weiterhin kräftig in seine Zukunft. Seit 2006 hat die Nabaltec AG jährlich jeweils über EUR 20 Mio. für Kapazitätserweiterungen ausgegeben. Und auch 2009 und 2010 plant das Unternehmen weiterhin hohe Investitionen. Wir rechnen für die beiden Geschäftsjahre 2009 und 2010 mit Kapitalausgaben von insgesamt knapp EUR 26 Mio.. Wie schon 2008 wird ein Großteil der zukünftigen Investitionen für den Aufbau einer neuen Produktionsanlage in Schwandorf verwendet, wo das neu entwickelte „Additiv- CAHC“ ab dem 4.Quartal 2009 hergestellt werden soll. Finanziert werden diese durch Eigenmittel, verschiedene Banken, Regierungszuschüsse und Förderkredite. In der Vergangenheit lagen die Schwerpunkte bei der Beschaffung von neuen Maschinen und Ausrüstungen für die beiden Geschäftsbereiche.

Ab 2011 sollten die jährlichen Investitionen deutlich zurückgehen und sich mehr oder weniger auf Ersatzinvestitionen reduzieren.

### Jährliche Kapitalausgaben in EUR Mio.



Quelle: Nabaltec AG

## US Joint Venture Nashtec L.P.

Die Nabaltec AG hat zusammen mit einer der führenden Aluminiumoxidhersteller der USA Sherwin Alumina in Corpus Christi/USA, ein Joint Venture namens Nashtec L.P. gegründet. Die Nabaltec AG ist zu 51% an der Nashtec Management Corporation und zu 51% an Nashtec L.P. beteiligt. Nashtec L.P. hat eine Gesamtkapazität von 25.000 t und produziert Aluminiumhydroxid als halogenfreien, flammenhemmenden 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. Somit sollte es für Nashtec L.P. theoretisch möglich sein, eine überdurchschnittlich hohe EBITDA Marge zu erzielen.

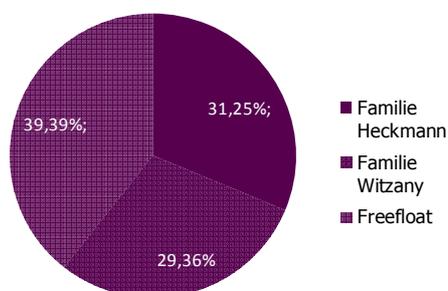
Gestartet ist man 2006 sehr zuversichtlich, aber bis jetzt entwickelt sich die Nashtec L.P. immer noch hinter den Erwartungen des Managements. Nashtec L.P. hat durch einen technischen Defekt aufgrund eines Konstruktionsfehlers im Jahre 2007 den Betrieb für fast 2 Monate komplett einstellen müssen. Der materielle Schaden, sowie ein Teil des Betriebsausfalls wurden durch die Versicherung abgedeckt. Das aufgebaute Kundenvertrauen ist jedoch langsamer als erwartet zurückgekehrt. Damals kam es zu erheblichen Einbußen bei Nabaltec, da amerikanische Kunden von den deutschen Produktionsstätten beliefert werden mussten und dies mit erheblichen Mehrkosten verbunden war.

Auch heute noch ist die Nashtec L.P. auf finanzielle Unterstützung der Gesellschafter angewiesen. Die Auslastung läuft unter den Erwartungen. Das Management zeigt sich allerdings zuversichtlich, dass die Nashtec L.P. kurzfristig die hochgesetzten Ziele erreichen kann, was letztendlich zu einer generellen Margenerhöhung führen sollte.

### Die Aktionärsstruktur

Die Familien Heckmann (31,25% der Aktien) und Witzany (29,36% der Aktien) halten den Großteil der Aktien. Knapp 40% befinden sich im Freefloat. Somit befinden sich mehr als 60% der Aktien in den Händen des Managements.

#### Aktuelle Aktionärsstruktur



Source: Nabaltec AG

## Die Wachstums- und Werttreiber

Die aktuell anhaltende Wirtschaftskrise geht auch am operativen Geschäft der Nabaltec AG nicht spurlos vorbei und wir rechnen vor allem in 2009 mit schwachen Ergebnissen; zu abhängig ist das Unternehmen von zyklischen Industrien wie dem Stahlbau oder der Bauwirtschaft. Langfristig glauben wir allerdings, dass die positiven Wachstumstreiber weiterhin in Takt sind. Die Nabaltec AG sollte somit wieder 2010 auf ihren Wachstumspfad zurückkehren; spätestens sobald sich die wirtschaftliche Situation entspannt hat.

Für die Nabaltec AG haben wir folgende Wachstumstreiber definiert.

### Neues Produktsegment: Additive

Das Unternehmen baut aktuell an ihrem Hauptstandort in Schwandorf eine Produktionsstätte für ein neues Additiv unter dem Produktnamen ACTILOX® CAHC. Hierfür hat die Nabaltec AG ein Gesamtvolumen von EUR 20 Mio. investiert. Produktionsstart ist für das 4. Quartal 2009 vorgesehen. Zugeordnet wird das neue Produkt dem Geschäftsbereich „funktionale Füllstoffe“.

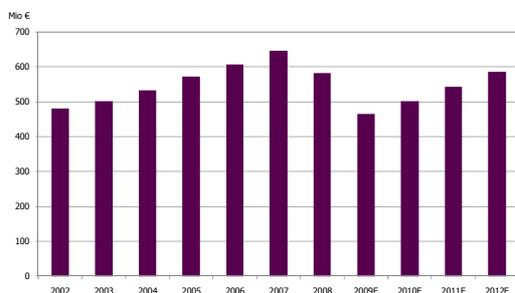
Additive in diesem Sinne zeichnen sich dadurch aus, dass sie Kunststoff beigefügt werden und diesen dauerhaft vor Zersetzung, Licht und Sauerstoff schützen. Das von der Nabaltec AG patentierte Additiv ACTILOX® CAHC, basierend auf Calcium/Zink und hat zusätzlich die Eigenschaft, dass es frei von Schwermetallen, also umweltfreundlich, ist. Wir gehen davon aus, dass ACTILOX® CAHC mittel- bis langfristig dazu beiträgt, bisher häufig eingesetzte giftige schwermetalllastige Gemische zu ersetzen. Dies nicht nur deshalb, weil es einen allgemein freiwilligen Trend der Industrie hin zu giftfreien Stoffen gibt, sondern auch weil von Seiten der Europäischen Union Vorgaben gemacht werden, die für einen erhöhten Umweltschutz sorgen werden. Unter Vinyl 2010 hat sich die Industrie verpflichtet bis 2010 den Einsatz von Schwermetallen zu halbieren und bis 2015 zu eliminieren. Angewendet wird das neue Additiv hauptsächlich in der PVC- Kunststoffproduktion. Anwendungsgebiete sind im Wesentlichen Bodenbeläge, Fensterprofile, Kunststoffrohre, und Rollläden. Nach internen Schätzungen dürfte die PVC Nachfrage weltweit bis 2012 allein um jährlich 5% auf 45 Mio. Tonnen wachsen.

Wir erwarten von der Nabaltec AG ein überproportional starkes Wachstum in diesem Bereich, da wir zusätzlich zum Marktwachstum aufgrund der sehr guten Produkteigenschaften noch erhebliche Marktanteilsgewinne erwarten. Zudem dürfte das Unternehmen danach streben, neue Anwendungsgebiete zu erschließen und geographisch stark wachsende Märkte zu penetrieren. Hier dürfte es vor allem Asien sein, welches erhebliches Wachstumspotential bietet. Generell sind aber die USA der größte Nachfrager nach Produkten aus PVC und somit sehen wir auch dort längerfristig das größte Absatzpotential. 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.

## Langfristig hohe Nachfrage nach etablierten Produkten

Wir gehen davon aus, dass auch die bereits bestehende Produktpalette langfristig wieder durch überproportional hohe Wachstumsraten gekennzeichnet sein dürfte. Trotz der aktuellen Wirtschaftskrise und der geringeren Nachfrage wird im Geschäftsbereich „Funktionale Füllstoffe“ Flammenschutz auch weiterhin eine große Rolle spielen. Hier sind es vor allem neue Regulierungen zum Personenschutz in Transportmitteln wie auch in der Bauwirtschaft, wo besondere Sicherheitsaspekte erforderlich sind (keine Feuerentwicklung), die ein längerfristiges Marktwachstum von knapp 7% garantieren sollten.

### Wachstum von Flammenschutzmittel in Europa in EUR Mio.



Source: Frost & Sullivan/ VEM Aktienbank AG

Bei Flammenschutzmitteln glauben wir, dass die Nabaltec AG höhere Wachstumsraten als der Markt erzielen kann. Dies aufgrund von Marktanteilgewinnen, denn Nabaltecs Produkte zeichnen sich im Vergleich zur Konkurrenz mit besseren Produkteigenschaften aus. Einer der größten Unterscheidungsmerkmale im Vergleich zu Konkurrenzprodukten ist die Erzielbarkeit einer erhöhten Produktivität beim Einsatz von Nabaltec Produkten.

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 Preissteigerungen zu übertreffen.

## Forschung und Entwicklung

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.

Die eigene Forschungs- und Entwicklungsabteilung arbeitet eng mit Kunden sowie Universitäten und Forschungs- bzw. Technologiegesellschaften zusammen (z.B. das Fraunhofer Institut), um neue Bedürfnisse zu entdecken, zu erforschen und schließlich zu realisieren.

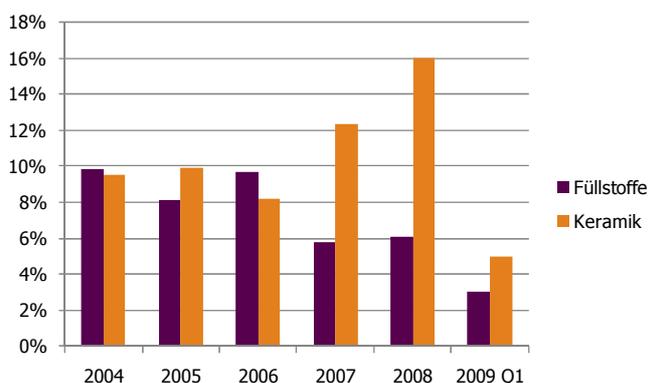
### Wachstumsmarkt Asien

im Geschäftsjahr 2008 erzielte das Unternehmen einen Umsatzanteil von 65% im nicht deutschen Raum. Obwohl wir glauben, dass in Deutschland durchaus noch großes Wachstumspotential herrscht, dürfte die Nabaltec AG längerfristig hauptsächlich im Ausland wachsen. Mit einem Umsatzanteil von gerade einmal 6% (Geschäftsjahr 2008) ist man in Asien noch sehr wenig vertreten. Vor allem in dieser Region sehen wir mittelfristig enormes Wachstumspotential. Zwar sind Länder wie China und Indien aktuell auch von der Weltwirtschaftskrise getroffen, aber wir gehen davon aus, dass diese Länder schnell wieder zu ihren alten Wachstumsraten zurückfinden. Da Umweltschutz sowie Flammenschutz bei der indischen wie auch chinesischen Regierung immer mehr an Bedeutung gewinnt, gehen wir davon aus, dass die Nachfrage nach Nabaltec Produkten aus diesen Regionen stark zunehmen wird; dies gilt vor allem für die Bauindustrie. Die Nashtec L.P. dürfte am künftigen Erfolg in Asien einen nicht unerheblichen Beitrag leisten, kann doch ein signifikanter Anteil der Produkte aus dem Werk in Texas nach Asien verschifft werden.

### Kostensenkungsmaßnahmen

Bis jetzt konnte die Nabaltec AG ihre Gewinnmargenziele nur bedingt erreichen und die schon vor Jahren erhoffte Margenexpansion vor allem im Segment Füllstoffe nicht erfüllen. Die Folge: enttäuschte Investoren und ein gesunkenes Vertrauen in die Prognosefähigkeit des Managements.

#### EBITDA Margenentwicklung nach Segment



Source: Nabaltec AG

Wir glauben, dass die aktuelle Wirtschaftskrise dazu genutzt wird, dass das Management die Kostenstellen genauestens analysiert und mögliche Einsparungspotentiale sucht. Allerdings erachten wir die Kostensenkungsmaßnahmen als relativ beschränkt. Wir glauben, dass das Unternehmen schon auf recht hohem Effizienzniveau arbeitet.

Nichtsdestotrotz sehen wir bei einigen Kostenstellen noch Verbesserungs- und Reduzierungspotential.

Seit Anfang Januar 2009 hat das Unternehmen bei einigen Mitarbeitern die Löhne um 6,7% reduziert und zudem seit Februar 2009 generell die Kurzarbeit eingeführt. Dies zeigt nicht nur, dass das Management aktiv Maßnahmen einleitet, um die Verluste während der Wirtschaftskrise zu reduzieren, sondern demonstriert auch die Kooperationsbereitschaft der Mitarbeiter, unpopuläre aber notwendige Schritte mitzutragen, um das Unternehmen durch die Krise zu führen. Die Kurzarbeit besteht bis Juli 2009 kann aber möglicherweise noch verlängert werden und dürfte die Personalkosten erheblich senken.

Die weitaus größten Kostenblöcke Energie- und Rohstoffeinsatz sind langfristig durch eine effizientere Nutzung zu senken. Zwar sind Preise marktabhängigen Schwankungen ausgesetzt, wir glauben aber, dass durch Verbesserungsmaßnahmen (z.B. in der Wärmerückgewinnung) weiteres Kostensenkungspotential herrscht.

Beim Kostenblock Energie besitzt die Nabaltec AG den Vorteil, dass sich direkt neben den Produktionsanlagen in Schwandorf ein Kraftwerk befindet und die Nabaltec AG davon Dampf und Strom bezieht. Die Arealversorgung bei Strom und Dampf ermöglichen hier über längerfristige Verträge einen sehr kosteneffizienten Bezug. Beim Rohstoffeinkauf kommt dem Unternehmen aktuell die geringere Nachfrage nach Aluminiumoxid auf dem Weltmarkt entgegen, was zu geringeren Preisen führt. Durch einen Anfang diesen Jahres längerfristig abgeschlossenen Liefervertrag ist man auch vor möglichen Preissteigerungen, sobald die Wirtschaft wieder in Schwung kommt, geschützt.

Mit dem Joint Venture Nashtec L.P. hat man das USD Wechselkursrisiko weitgehend eliminiert.

## Finanzen

### Die weltweite Wirtschaftskrise hat kurzfristig negative Folgen

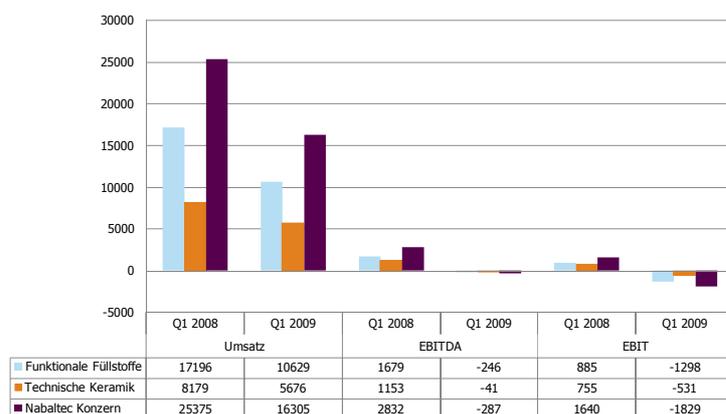
Die Nabaltec AG ist sehr stark abhängig von der weltweiten Wirtschaftsentwicklung. Dies vor allem deshalb, weil zu den Hauptkunden Unternehmen aus zyklischen Unternehmen wie die der Bau- oder Stahlindustrie gehören. So ist es nicht verwunderlich, dass die Ergebnisse des ersten Quartals 2009 schwach ausfielen. Der Umsatz sank um 35,8% gegenüber dem Vorjahresquartal auf EUR 25,4 Mio. Dabei wurden mit dem Segment „Funktionale Füllstoffe“ ein Umsatz von EUR 17,2 Mio. erzielt, ein Minus von 38,4% gegenüber demselben Quartal des Vorjahres. Mit dem Segment „Technische Keramik“ wurde ein Umsatz von EUR 5,7 Mio. erreicht (-30,5% gegenüber dem Vorjahresquartal).

Verantwortlich für den starken Rückgang waren eine geringe Nachfrage aus der Bau- und Kunststoffindustrie, sowie ein extremer Nachfragerückgang in der Feuerfestindustrie. Hohe Einbußen waren vor allem in Europa (Deutschland war hier besonders stark betroffen) zu verzeichnen. In den USA und dem Rest der Welt war die Nachfrage zwar auch rückläufig, aber besser als in Europa.

Positiv fiel die Bruttomarge in Q1 2009 aus. Sie konnte um 2,6 Prozentpunkte auf 50,3% gesteigert werden. Dies erscheint nicht allzu verwunderlich, sanken die Energie- und Rohstoffkosten doch im Vergleich zum Quartal des Vorjahres.

Nichtsdestotrotz wurde im ersten Quartal 2009 ein operativer Verlust von EUR -1,83 Mio. erzielt. Das Ergebnis nach Steuern betrug EUR -2,964 Mio.

#### Umsatz- und Gewinnentwicklung Q1 2009 versus Q1 2008



Source: Nabaltec AG

### Ausblick 2009 und 2010 und danach

Die aktuelle weltwirtschaftliche Entwicklung ist nur schwer abzuschätzen. Experten sind sich nach wie vor uneinig darüber, ob die konjunkturelle Talsohle bereits erreicht, überschritten oder der Weltwirtschaft sogar ein noch tieferer Fall bevorsteht.

Somit ist es nur schwer zu prognostizieren, wie sich die Umsätze für die Nabaltec AG in den Geschäftsjahren 2009 und 2010 entwickeln werden. Nabaltecs Management sieht zwar, dass sich die Nachfrage nach ihren Produkten langsam stabilisiert (auf tiefem Niveau), ist sich allerdings unsicher, ob ein langfristiger Nachfrageschub bald einsetzt. Die Visibilität ist nach wie vor sehr gering. Die Kapazitätsauslastung im deutschen Werk beträgt aktuell gerade 50%.

Wir sehen momentan wenige Anzeichen für eine wirtschaftliche Belebung in den Kernsektoren der Nabaltec AG und glauben, dass es frühestens zum 4. Quartal 2009 zu einer Trendwende im Auftragseingang kommt. Wir rechnen damit, dass die Nabaltec AG für das Gesamtjahr 2009 einen Gesamtumsatz von EUR 78 Mio. erzielen wird. Dies entspräche einem Umsatzrückgang von 19% im Vergleich zum Vorjahr.

Ebenso rechnen wir in 2009 mit einem operativen Verlust von EUR -2,04 Mio. und einem negativen Konzernergebnis von EUR -7,21 Mio. Allein die Finanzierungskosten sollten sich auf EUR -5,17 Mio. belaufen.

Trotz der hohen Investitionen von EUR 25 Mio. erwarten wir für 2009 einen positiven Cashflow; dies allerdings wegen der hohen Abschreibungen und der überproportional hohen Schuldenaufnahme.

2010 sollte sich mit einer Wiederbelebung der Nachfrage das Blatt aber wieder langsam wenden und die Nabaltec AG sollte zu nachhaltigen Wachstumsraten zurückkehren. Zwar ist 2010 aufgrund der geringen Visibilität schwierig zu prognostizieren, aber wir erwarten, dass sich der Markt deutlich erholt. Lagerbestände sind weitgehend abgebaut und somit sollte ein Einsetzen der Nachfrage schnell zu neuen Bestellungen führen. Auch das neue Produktsegment Additive sollte einen ersten Umsatzbeitrag leisten. Wir gehen davon aus, dass die Umsätze für das Geschäftsjahr 2010 fast wieder an die vom Geschäftsjahr 2008 herankommen und rechnen mit einem Gesamtumsatz von EUR 89,3 Mio. Für 2011 rechnen wir mit einem Umsatzwachstum von 15%, was Umsatzerlösen von EUR 102,38 Mio. entspricht. Auf Segmentebene gehen wir davon aus, dass weiterhin der Bereich „Funktionale Füllstoffe“ den größten Umsatzbeitrag leistet; auch deshalb, weil wir ab 2010 mit ersten Umsätzen im Produktsegment Additive rechnen.

#### Umsatzentwicklung pro Segment

	2009E	2010E	1011E
<b>Funktionale Füllstoffe (gesamt)</b>	48.000	56.300	66.080
Wachstum in %	-22,1%	17,3%	17,4%
<i>Funktionale Füllstoffe (ohne Additive)</i>	48.000	52.800	58.080
Wachstum in %	-22,1%	10,0%	10,0%
<i>Additive</i>	0	3.500	8.000
Wachstum in %			128,6%
<b>Technische Keramik</b>	30.000	33.000	36.300
Wachstum in %	-13,5%	10,0%	10,0%
<b>Total</b>	<b>78.000</b>	<b>89.300</b>	<b>102.380</b>
Wachstum in %	-24,0%	14,5%	14,6%

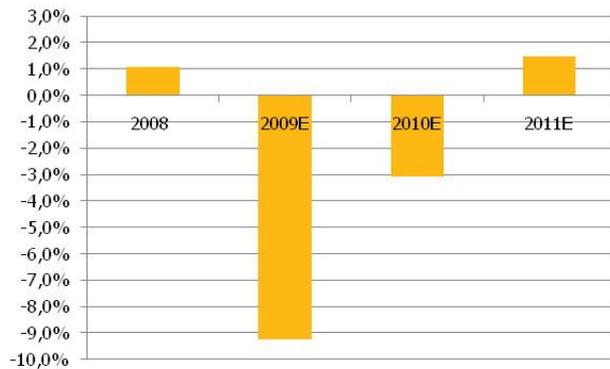
Source: VEM Aktienbank AG

Wir glauben, dass die Nabaltec AG in 2010 einen operativen Gewinn erzielen dürfte, rechnen aber wegen der hohen Zinszahlungen (EUR – 5,5 Mio.) weiterhin mit einem negativen Nettoergebnis.

Erst im Geschäftsjahr 2011 sollte sich das Unternehmen von der Krise endgültig erholt haben und wir rechnen mit einem positiven Nettoergebnis.

Zwar plant das Unternehmen langfristig eine zweistellige operative Gewinnmarge zu erzielen, wir glauben allerdings, dass dies ein recht schwieriges Unterfangen ist, da erhebliche Kostensenkungsmaßnahmen kaum möglich sind. Längerfristig kalkulieren mit operativen Margen im tiefen zweistelligen Bereich.

**EBT- Margen Entwicklung der Nabaltec AG**



Source: VEM Aktienbank

## Anhang - Finanzberichte

## Gewinn- und Verlustrechnung

(in EUR tsd.)	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>56.499</b>	<b>61.319</b>	<b>71.578</b>	<b>88.109</b>	<b>96.277</b>	<b>78.000</b>	<b>89.300</b>	<b>102.380</b>
Wachstum in %		9%	17%	23%	9%	-19%	14%	15%
Sonstiges	1.021	4.324	2.105	3.734	6.303			
Wachstum in %		324%	-51%	77%	69%			
<b>Total</b>	<b>57.520</b>	<b>65.643</b>	<b>73.683</b>	<b>91.843</b>	<b>102.580</b>	<b>78.000</b>	<b>89.300</b>	<b>102.380</b>
Wachstum in %		14%	12%	25%	12%	-24%	14%	15%
Materialaufwand	-28.966	-34.816	-38.843	-50.195	-57.528	-42.900	-46.436	-53.238
in % des Umsatzes	50,4%	53,0%	52,7%	54,7%	56,1%	55,0%	52,0%	52,0%
<b>Rohergebnis</b>	<b>28.554</b>	<b>30.827</b>	<b>34.840</b>	<b>41.648</b>	<b>45.052</b>	<b>35.100</b>	<b>42.864</b>	<b>49.142</b>
Bruttomarge	49,6%	47,0%	47,3%	45,3%	46,8%	45,0%	48,0%	48,0%
Personalkosten	-12.036	-12.817	-13.867	-15.648	-17.109	-15.398	-16.168	-16.168
in % des Umsatzes	21,3%	20,9%	19,4%	17,8%	17,8%	19,7%	18,1%	15,8%
andere Kosten	-11.020	-12.209	-13.608	-17.649	-18.625	-14.820	-16.074	-18.428
in % des Umsatzes	19,5%	19,9%	19,0%	20,0%	19,3%	19,0%	18,0%	18,0%
<b>EBITDA</b>	<b>5.498</b>	<b>5.801</b>	<b>7.365</b>	<b>8.351</b>	<b>9.318</b>	<b>4.882</b>	<b>10.622</b>	<b>14.546</b>
EBITDA Marge	9,7%	9,5%	10,3%	9,5%	9,7%	6,3%	11,9%	14,2%
Abschreibungen	2.726	2.466	2.582	4.375	5.190	6.923	8.215	7.985
<b>EBIT</b>	<b>2.772</b>	<b>3.335</b>	<b>4.783</b>	<b>3.976</b>	<b>4.128</b>	<b>-2.042</b>	<b>2.407</b>	<b>6.561</b>
EBIT Marge	4,9%	5,4%	6,7%	4,5%	4,3%	-2,6%	2,7%	6,4%
Finanzergebnis	-711	-915	-1.276	-2.805	-3.087	-5.165	-5.165	-5.031
<b>Ergebnis vor Ertragsteuern</b>	<b>2.061</b>	<b>2.419</b>	<b>1.582</b>	<b>1.171</b>	<b>1.041</b>	<b>-7.207</b>	<b>-2.758</b>	<b>1.530</b>
	3,6%	3,9%	2,2%	1,3%	1,1%	-9,2%	-3,1%	1,5%
Steuern vom Ertrag	750	922	761	512	1.223	0	0	459
Steuersatz				44%	117%	0%	0%	30%
Sonstige Steuern	-36	-37	-38					
<b>Konzernjahresergebnis</b>	<b>1.275</b>	<b>1.460</b>	<b>783</b>	<b>659</b>	<b>-182</b>	<b>-7.207</b>	<b>-2.758</b>	<b>1.071</b>
Nettomarge	2,2%	2,2%	1,1%	0,7%	-0,2%	-9,2%	-3,1%	1,0%
davon								
Anteilseigner des Mutterunternehmens				2.364	1.126	-6.207	-1.958	571
Anteile anderer Gesellschafter				-1705	-1308	-1000	-800	500
<b>Gewinn pro Aktie (nach Minderheiten)</b>	<b>0,21</b>	<b>0,24</b>	<b>0,10</b>	<b>0,30</b>	<b>0,14</b>	<b>-0,78</b>	<b>-0,24</b>	<b>0,07</b>
Anzahl der Aktien in tsd.	6.000	6.000	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000

## Bilanz

(in EUR tsd)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
<b>AKTIVA</b>					
Sachanlagen	82.520	96.928	115.004	111.790	111.805
Immaterielle Vermögenswerte	265	364	364	364	364
<b>Anlagevermögen</b>	<b>82.785</b>	<b>97.292</b>	<b>115.368</b>	<b>112.154</b>	<b>112.169</b>
Vorräte	17.849	28.408	15.279	16.539	18.961
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände					
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2.783	1.303	1.710	1.957	2.244
Sonstige Vermögensgegenstände	4.703	3.216	3.216	3.216	3.216
Liquide Mittel	1.676	1.942	8.666	10.077	9.629
Rechnungsabgrenzungsposten	7.062				
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>34.073</b>	<b>34.869</b>	<b>28.871</b>	<b>31.789</b>	<b>34.051</b>
<b>TOTAL</b>	<b>116.858</b>	<b>132.161</b>	<b>144.239</b>	<b>143.942</b>	<b>146.219</b>
<b>P A S S I V A</b>					
<b>Eigenkapital</b>	<b>47.329</b>	<b>45.051</b>	<b>38.183</b>	<b>35.425</b>	<b>36.496</b>
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	9.965	9.965	9.965
Ergebnisvortrag	- 170	1.394	- 7.559	- 10.317	- 9.246
Konzernergebnis nach Steuern	2.364	1.126	1.126	1.126	1.126
Sonstige erfolgsneutrale EK Veränderungen	- 486	- 934	- 934	- 934	- 934
Ausgleichsposten für Anteile anderer Gesellschafter	- 1.850,00	- 4.006	- 2.179	- 2.179	- 2.179
<b>Rückstellungen</b>					
Sonstige Rückstellungen	1.528	930	1.023	1.125	1.125
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen	9.606	9.643	10.607	11.668	12.835
<b>Verbindlichkeiten</b>					
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	20.374	27.377	38.328	38.328	36.411
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	11.401	9.497	8.227	8.906	10.210
Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen	7.240	6.171	6.480	6.804	7.144
Kurzfr. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	6.790	10.236	14.330	14.330	14.330
Sonstige Verbindlichkeiten	7.729	17.612	21.134	21.134	21.134
andere kurzfristige Verbindlichkeiten	1.037	1.093	1.148	1.205	1.265
Verbindlichkeiten aus Steuern	3.824	4.551	4.779	5.017	5.268
<b>TOTAL</b>	<b>116.858</b>	<b>132.161</b>	<b>144.239</b>	<b>143.942</b>	<b>146.219</b>

## Kapitalflussrechnung

(in EUR tsd.)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
Konzernergebnis		659	-182	-7.207	-2.758	1.071
Abschreibungen auf immaterielles Vermögen und Sachanlagen		4.375	5.894	6.923	8.215	7.985
Veränderung der Rückstellungen		256	-561	1.057	1.163	1.167
Sondereffekt aus Umstellung Factoring und anderes		12.137	6.458			
Veränderung der Forderungen und anderer Aktiva		-2.601	-10.558	12.722	-1.507	-2.709
Veränderung der Verbindlichkeiten und anderer Passiva		4.043	3.089	-679	1.298	1.956
<b>Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit</b>		<b>18.869</b>	<b>4.140</b>	<b>12.817</b>	<b>6.411</b>	<b>9.469</b>
Auszahlungen für Investitionen in immaterielles Vermögen und Sachanlagen		-27.192	-16.329	-25.000	-5.000	-8.000
<b>Cashflow aus der Investitionstätigkeit</b>		<b>-27.192</b>	<b>-16.329</b>	<b>-25.000</b>	<b>-5.000</b>	<b>-8.000</b>
Einzahlungen von Gesellschaftern (Kapitalerhöhung)		0	0	0	0	0
Veränderung der Bankverbindlichkeiten		-1.025	12.742	18.568	0	-1.916
<b>Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit</b>		<b>-1.025</b>	<b>12.742</b>	<b>18.568</b>	<b>0</b>	<b>-1.916</b>
Zahlungswirksame Veränderungen der liquiden Mittel		-9.348	553	6.384	1.411	-447
Liquide Mittel am Anfang der Periode		11.076	1.728	2.281	8.666	10.077
<b>Liquide Mittel am Ende der Periode</b>		<b>11.076</b>	<b>1.728</b>	<b>2.281</b>	<b>8.666</b>	<b>9.629</b>

## Kennzahlen

	2008	2009E	2010E	2011E
<b>Wachstum</b>				
Umsatz	9,3%	-19,0%	14,5%	14,6%
EBITDA	11,6%	-47,6%	117,6%	36,9%
EBIT	3,8%	-149,5%	n.m.	172,5%
EBT	-11,1%	n.m.	n.m.	n.m.
Nettoeinkommen	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
<b>Margen</b>				
Bruttomarge	46,8%	45,0%	48,0%	48,0%
EBITDA Marge	9,7%	6,3%	11,9%	14,2%
EBIT Marge	4,3%	-2,6%	2,7%	6,4%
EBT Marge	1,1%	-9,2%	-3,1%	1,5%
Nettomarge	-0,2%	-9,2%	-3,1%	1,0%
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Bilanzkennzahlen</b>				
ROE	n.m.	n.m.	n.m.	2,9%
ROIC	n.m.	n.m.	n.m.	1,2%
ROCE	3,5%	n.m.	2,0%	5,4%
Verschuldungsgrad	47%	58%	68%	69%
Eigenkapitalquote	52,9%	42,3%	32,2%	30,5%
Kapitalumschlag	1,37	1,85	1,61	1,43
<b>Pro Aktie</b>				
EPS	0,14	(0,78)	(0,24)	0,07
EPS Wachstum	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
DPS	-	-	-	-
DPS Wachstum	-	-	-	-
Buchwert	5,92	5,63	4,77	4,43
<b>Kennzahlen</b>				
P/Umsatz	0,2	0,2	0,2	0,2
P/Gewinn	n.m.	n.m.	n.m.	17,93
P/Buchwert	0,41	0,43	0,50	0,54
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

## 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 Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition Article 19 (5) des Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (in geänderter Fassung), 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. 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:

<b>Datum der Veröffentlichung</b>	<b>Kurs bei Empfehlung</b>	<b>Anlageurteil</b>	<b>Kursziel</b>
9.6.2009	EUR 2,40	Kaufen	EUR 3,75

**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 mit folgender, in dieser Analyse genannten Gesellschaft existieren.**

<b>Gesellschaft</b>	<b>Disclosure</b>
Nabaltec AG	2; 6; 11; 12

- VEM und/oder ein verbundenes Unternehmen halten eine Beteiligung in Höhe von mindestens fünf Prozent des Grundkapitals an dieser Gesellschaft.**
- VEM und/oder ein verbundenes Unternehmen handeln regelmäßig in Aktien dieser Gesellschaft.**
- VEM und/oder ein verbundenes Unternehmen halten an den Aktien dieser Gesellschaft eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens einem Prozent des Grundkapitals.**
- VEM und/oder ein verbundenes Unternehmen gehörten innerhalb der letzten 12 Monate einem Konsortium für eine Emission der analysierten Wertpapiere der Gesellschaft im Wege eines öffentlichen Angebots an.**
- Innerhalb der letzten zwölf Monate haben VEM und/oder ein verbundenes Unternehmen für diese Gesellschaft gegen Vergütung Dienstleistungen im Investment Banking oder Bankberatungsleistungen erbracht.**
- VEM und/oder ein verbundenes Unternehmen betreuen die Wertpapiere dieser Gesellschaft durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.**

7. **VEM und/oder ein verbundenes Unternehmen treten für diese Gesellschaft als Makler (Corporate Broker) auf.**
8. **Der Verfasser oder einer seiner Mitarbeiter halten unmittelbar Wertpapiere oder hierauf bezogene Derivate dieser Gesellschaft.**
9. **Ein Mitglied der Geschäftsleitung oder ein Mitarbeiter der VEM und/oder einer Tochtergesellschaft sind Mitglied im Vorstand/Aufsichtsrat dieser Gesellschaft.**
10. **VEM und/oder ein verbundenes Unternehmen erwarten bzw. streben in den nächsten drei Monaten Vergütungen von dieser Gesellschaft für Dienstleistungen im Investment Banking an.**
11. **Diese Finanzanalyse ist vor der Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert worden.**
12. **Die vorliegende Studie zu dieser Gesellschaft ist im Auftrag dieser Gesellschaft oder einer dieser Gesellschaft nahe stehenden Person von VEM erstellt worden.**
13. **Im Rahmen der Börseneinführung dieser Gesellschaft fungierte VEM und/oder ein verbundenes Unternehmen als Emissionsbank oder Selling Agent.**

**VEM hat interne organisatorische Vorkehrungen getroffen, z.B. durch Errichtung von "Chinese Walls" und das Führen einer Watch- und einer Restricted List, 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](http://www.vem-aktienbank.de) einsehbar.

**Zusätzliche wichtige Informationen:**

**Datum der ersten Veröffentlichung dieser Analyse: 09.06.2009**

**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.