

13.05.08

TFG Capital AG^{(5)*}

Fairer Wert:
3,17 €

Kurs zum 13.05.2008,
09:09 Uhr: 2,19 €

**Letztes Rating
(Kursziel):**

KAUFEN (3,53 €)

Marktsegment:
General Standard

Rechnungslegung:
HGB

Analysten:

Felix Gode
gode@
gbc-ag.de

Manuel Hölzle
hoelzle@
gbc-ag.de

IR-Kontakt:

IR.on AG
Fabian Kirchmann
WDR Arkaden
Auf der Ruhr 2
50667 Köln

Tel.: 0221 91 409 70
Fax.: 0221 91 409 78

fabian.kirchmann@ir.on.com

www.ir-on.com

Unternehmensprofil:

Branche: Beteiligungen

Mitarbeiter: 6

Fokus: kleine und mittelständische Unternehmen in Expansionsphasen

Firmensitz: Marl, D

Gründung: 1994

Vorstand: Herr Udo Treichel

WKN: 744950

744950 TFG, Tageschart [Close] - 15.05.2007 - 13.05.2008 - 2.19

EUR

ISIN: DE0007449506

Börsenkürzel: TFG

Anzahl Aktien: 11,898 Mio.

Marktkap.: 26,06 Mio. €

Streubesitz: 67,54 %

52 W Hoch: 2,94 €

52 W Tief: 1,80 €

Durchs. Tagesvolumen : 35.749 €.*



* Quelle Deutsche Börse (Frankfurt Parkett und Xetra, 12 Monate)

In Mio. €	2005	2006	2007	2008e
Betriebliche Erträge	1,906	7,091	6,375	10,500
EBITDA	0,223	5,104	4,770	8,070
EBIT	-1,056	4,225	-0,747	7,540
Jahresüberschuss	-6,734	2,052	-5,271	5,158
In Euro				
Gewinn je Aktie vor ao*	-0,25	0,23	-0,42	0,46
Gewinn je Aktie nach ao	-0,57	0,17	-0,44	0,43
Dividende je Aktie	0,10	0,10	0,00	0,10
In %				
EBITDA-Marge	11,70 %	71,98 %	74,82 %	76,86 %
EBIT-Marge	-55,40 %	59,58 %	-11,72 %	71,81 %
Dividendenrendite		4,88 %	0,00 %	4,88 %
Kennzahlen				
Net Asset Value		37,53	31,83	-
NAV/Aktie		3,15	2,68	-
Share Price/NAV		0,70	0,82	-
KGV		12,70	neg.	5,05
KBV (31.12.2007)			1,15	

* ao = außerordentliches Ergebnis

Highlights:

- Sonderfaktoren und Marktumfeld belasten Unternehmensergebnis
- Erfolgreiche Veräußerung der KISTERS AG in 2007 im Q1 2008 ertragswirksam
- Veräußerung der Beteiligung an KSR Kuebler AG im 1 HJ 2008
- Mehrere Exit-Kandidaten im Portfolio

Seit 1994 Erfahrung im Beteiligungsge-
schäft

MILACO GmbH mit
9,57 % größte Aktio-
närin

Streubesitz bei 74 %

Unternehmen

Profil

Die 1994 als Technologiefonds gestartete TFG Capital AG (TFG) ist vorwiegend im deutschen Beteiligungsmarkt aktiv. Nachdem sich die Gesellschaft in den ersten Jahren im Venture Capital-Bereich engagierte, liegt der Schwerpunkt der Investitionstätigkeiten heute auf mittelständischen Unternehmen, die sich in einer Expansionsphase befinden. Aber auch Unternehmensnachfolgen oder MBOs können ein Investmentthema sein. Auf der anderen Seite stehen auch unterbewertete börsennotierte Small- und Microcaps im Investmentfokus. Mit dem Ansatz des „Investment Engineering“ sollen verborgene Potenziale gehoben werden.

Ziel der Gesellschaft ist es, die Diversifizierung zwischen notierten und unnotierten Gesellschaften so ausgewogen wie möglich zu halten. Eine Branchenfokussierung wird dabei jedoch nicht verfolgt. Durch eine gleichzeitige aktive Unterstützung sollen die Beteiligungen weiterentwickelt werden, um diese mit einer hohen Rendite weiterveräußern zu können. Dabei kann die TFG Capital AG, neben dem eigenen Analyseteam, auf ein umfangreiches und erfahrenes Partnernetzwerk zurückgreifen.

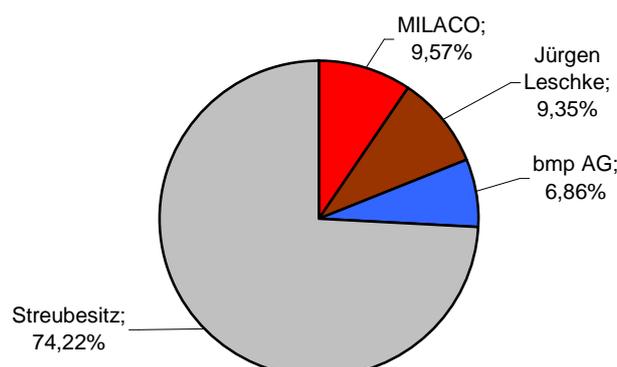
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	Anzahl der Aktien	In %
MILACO GmbH	1.138.044	9,57 %
Jürgen Leschke	1.112.965	9,35 %
bmp AG	816.237	6,86 %
Streubesitz	8.831.254	74,22 %
Gesamt	11.898.500	100,00 %

Der Großteil, rund 74 % der Aktien der TFG befinden sich im Streubesitz. Größter Einzelaktionär ist die MILACO mit einem Stimmrechtsanteil von 9,57 %. Daneben gibt es mit der bmp AG sowie Jürgen Leschke zwei weitere Aktionäre mit einem Anteil von über 5 %. Insgesamt hat die TFG 11.898.500 auf den Inhaber lautende Stückaktien ausstehen, mit einem Nennbetrag von jeweils einem Euro.

Bis zum 4. August 2011 ist der Vorstand mit Zustimmung des Aufsichtsrates ermächtigt, das genehmigte Kapital in Höhe von 3, 95 Mio. € auszunutzen. Auf der kommenden Hauptversammlung am 20. Mai 2008 soll zudem weiteres genehmigtes Kapital in Höhe von 2,00 Mio. € geschaffen werden.

Aktionärsstruktur

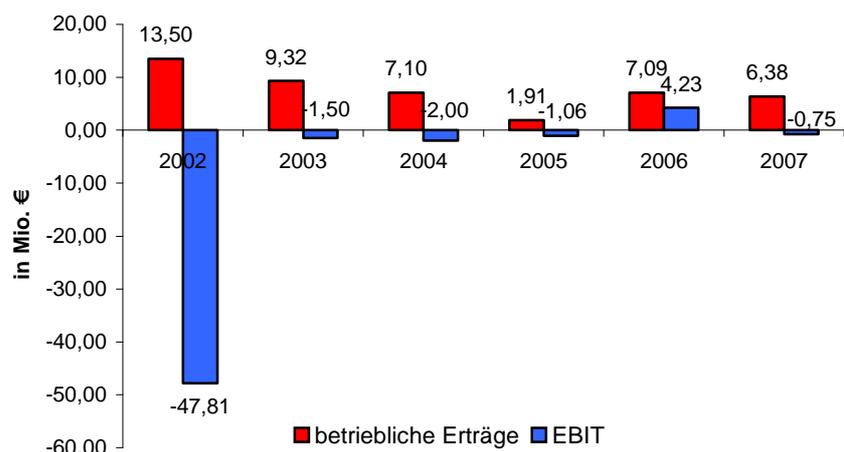


Geschäftsentwicklung 2007

Die gesamten betrieblichen Erträge waren im Geschäftsjahr 2007 gegenüber 2006 rückläufig. Insgesamt musste ein Rückgang um 0,72 Mio. € auf 6,38 Mio. € verzeichnet werden.

Maßgeblichen Einfluss auf die Entwicklung der betrieblichen Erträge hatte dabei das schwierige Kapitalmarktumfeld in der zweiten Jahreshälfte, ausgelöst durch die Subprimekrise in den USA. Diese wirkte sich negativ auf die Börsen und den M&A- sowie IPO-Markt aus. Dennoch konnten im Jahresverlauf Veräußerungen im Private Portfolio erreicht werden. Während die Epigap Optoelektronik GmbH in 2007 veräußert wurde, konnte zudem Ende des Jahres ein Vertrag über die Veräußerung der Kisters AG geschlossen werden. Die Erträge aus der Veräußerung der Kisters AG wurden jedoch, anders als zunächst kommuniziert, nicht mehr im Geschäftsjahr 2007 verbucht. Eine aufschiebende Bedingung führte dazu, dass die ergebniswirksame Vereinnahmung erst in 2008 erfolgte. Im Public Portfolio nutzte TFG die gute Performance der Augusta Technologie AG sowie der Geratherm AG im ersten Halbjahr 2007, um jeweils einen erfolgreichen Ausstieg zu realisieren.

Entwicklung der betrieblichen Erträge und des EBIT



Quelle: TFG, GBC

Das Ergebnisniveau des Vorjahres konnte nicht gehalten werden. Das EBIT lag mit –0,75 Mio. € deutlich unter dem in 2006, als 4,23 Mio. € erwirtschaftet wurden. Zurückzuführen war dieser Rückgang vor allem auf Sonderbelastungen und Abschreibungen auf Wertpapiere im Zuge der Kapitalmarkt-turbulenzen.

Seit mehreren Monaten befinden sich die internationalen und deutschen Kapitalmärkte in einer Abwärtsbewegung, ausgelöst durch die Hypotheken- und Finanzkrise in den USA. Dadurch gerieten auch die börsennotierten Beteiligungen der TFG unter Kursdruck. Da sich die Kursverluste auch zu Beginn des Jahres fortsetzten, wurden die Rückgänge als nachhaltig und voraussichtlich dauerhaft klassifiziert und die Bewertung der börsennotierten Wertpapiere daher nach dem Vorsichtsprinzip zu den niedrigeren Kursen zum 08.02.2008 bewertet. Dadurch vergrößerte sich der Abschreibungsbedarf gegenüber dem 31.12.07 nochmals um 0,99 Mio. € auf 3,29 Mio. €. Insgesamt, inklusive Abschreibungen auf Beteiligungen des Anlagevermögens und weitere Wertpapiere, belief sich der Wertberichtigungsbedarf auf 5,49 Mio. €.

Zudem wurde in 2007 die seit dem Jahr 2004 andauernde Betriebsprüfung für die Geschäftsjahre 1999-2002 abgeschlossen. Der Änderungsbescheid sieht eine Nachzahlung in Höhe von 6,41 Mio. € vor, wogegen jedoch bereits Einspruch eingelegt und die Aussetzung der Vollziehung beantragt wurde. Der Aussetzung ist bereits entsprochen worden. Der Einspruch wird aller Voraussicht nach zu Rechtsbehelfsverfahren bzw. Finanzgerichtsverfahren führen. Da TFG die Erfolgsaussichten jedoch so einschätzt, nicht den gesamten Nachzahlungsbetrag entrichten zu müssen, wurde nur eine Rückstellung in Höhe von 3,88 Mio. € getätigt. Diese ist ergebniswirksam und belastet das Steuerergebnis im Geschäftsjahr 2007 entsprechend.

Weitere Sonderbelastungen wurden durch die außerordentliche Hauptversammlung im März 2007 hervorgerufen. Nicht nur die Kosten für diese Hauptversammlung sowie Rechts- und Beratungskosten in Höhe von über 0,12 Mio. € fielen hierbei ins Gewicht. Auf der Versammlung wurde auch die Bestellung eines besonderen Vertreters bestimmt, der den Vorstand im Klageverfahren bezüglich der ebenfalls beschlossenen Schadensersatzklage gegen die im Jahr 2000 amtierenden Mitglieder des Aufsichtsrates sowie die ehemaligen Vorstände und die TFG Venture Capital AG i.L., unterstützen soll. In diesem Zusammenhang entstanden zusätzliche Kosten in Höhe von 0,21 Mio. €.

Entlastung der Kostenseite gab es bei den Personalaufwendungen. Durch die Sonderbelastungen und die Verschiebung der Veräußerung der Kisters nach 2008, entfielen variable Vergütungsbestandteile für das Geschäftsjahr 2007, wodurch sich der Personalaufwand auf 0,46 Mio. € reduzierte, nach 0,79 Mio. € in 2006.

Die Zinsaufwendungen stiegen dagegen in 2007 deutlich an und lagen mit 1,40 Mio. € rund 1 Mio. € über dem Vorjahresniveau. Der Anstieg ist auf die Bildung von Rückstellungen für aufgelaufene Zinsen in Folge der Betriebsprüfung für die Jahre 1999-2002 zurückzuführen. Diese laufen ergebniswirksam in die Zinsaufwendungen.

Unter Berücksichtigung aller Sonderfaktoren ergibt sich für das Geschäftsjahr 2007 ein Jahresfehlbetrag von 5,27 Mio. €. An den positiven Trend des Vorjahres konnte damit nicht angeknüpft werden. Allerdings ist ein Großteil des Ergebnisses von Sondereinflüssen geprägt. Lässt man die Abschreibungen auf die Finanzanlagen außen vor, ergibt sich ein gesamter Sonderaufwand von mehr als 4 Mio. €.

Portfolioentwicklung

Zum Ende des Geschäftsjahres 2007 hielt die TFG Capital AG Anteile an 4 börsennotierten Investments mit einem meldepflichtigen Anteilsbesitz, 15 nicht gelisteten Unternehmen sowie 4 Venture Capital-Fonds. Als Neuzugänge im Portfolio waren der 2,75 %ige Anteil an der Eliog Technologie AG sowie die Ehlebracht AG, an der ein Anteil von 29,84 % gehalten wird, zu verzeichnen. Zudem wurden 2007 die Anteile an der börsennotierten Inticom Systems AG aufgestockt.

Eine wesentliche Veräußerung war neben der Epigap Optoelektronik GmbH, die an die Jenoptik AG veräußert wurde, die Kisters AG. Hier wurde zwar der Kaufvertrag in 2007 unterschrieben, aber der Verkaufserlös auf Grund einer aufschiebenden Bedingung erst in 2008 vereinnahmt, so dass diese Transaktion nicht mehr in das Ergebnis 2007 einfließt.

Geschäftsentwicklung im ersten Quartal 2008

Der Start in das neue Geschäftsjahr war durch einen Wechsel im Management der TFG geprägt. Auf Grund unterschiedlicher Auffassungen zwischen Vorstand und Aufsichtsrat über die strategische Ausrichtung der Gesellschaft, wurde Frau Andrea Lengeling Anfang März von ihrem Posten abberufen. Als neuen Vorstand hat der Aufsichtsrat Herrn Udo Treichel mit Wirkung zum 10. März 2008 bestellt. Herr Treichel beabsichtigt, die anhängigen Rechtsstreitigkeiten möglichst zeitnah zu beenden, um die volle Konzentration auf das operative Geschäft zu lenken.

Operativ gelang der TFG ein guter Start ins neue Geschäftsjahr 2008. Insgesamt konnten im ersten Quartal 2008 betriebliche Erträge in Höhe von 4,34 Mio. € verbucht werden. Maßgeblichen Einfluss hatte dabei der Veräußerungsertrag der Kisters AG, auf die im ersten Quartal ein Ertrag in Höhe von rund 4,00 Mio. € entfiel. Zwar wurde der Vertrag für die Veräußerung des 19,75 %igen Anteils der TFG an dem Unternehmen bereits in 2007 geschlossen, ertragswirksam wurde diese jedoch erst im Januar 2008.

Das Ergebnis war im ersten Quartal 2008, im Gegensatz zum Geschäftsjahr 2007, nicht von Sondereinflüssen geprägt. Nachdem entsprechende Rückstellungen für Prozesskosten und eventuelle Steuernachzahlungen bereits 2007 getroffen wurden, belasteten diese das Ergebnis im ersten Quartal nicht mehr.

Allerdings war das Marktumfeld auch im ersten Quartal 2008 weiterhin geprägt durch die US-Immobilienkrise und einem drohenden schwächeren konjunkturellem Umfeld. Dies führte zu weiteren Kursverlusten bei den börsennotierten Wertpapieren im Public Portfolio, die sich summiert auf rund 0,80 Mio. € belaufen dürften.

Dennoch wurde ein positives EBIT in Höhe von 2,95 Mio. € und ein Periodenergebnis von 2,81 Mio. € erwirtschaftet. Die Vorjahreswerte von 0,30 Mio. € bzw. 0,20 Mio. € wurden damit deutlich übertroffen.

Der Net Asset Value (NAV), bereinigt um Rückstellungen für Steuern und Zinsen für das Geschäftsjahr 2000, belief sich zum 31.03.2008 auf 3,21 € je Aktie. Der Wert des Beteiligungsportfolios lag bei 37,90 Mio. € bzw. 3,19 € je Aktie.

Besondere Entwicklung nach dem 1. Quartal 2008

Am 18.04.2008 hat die TFG einen Vertrag über den Verkauf der Anteile an der KSR Kuebler AG abgeschlossen. Die 33,81 % von TFG gehaltenen Anteile gehen dabei auf einen branchennahen strategischen Käufer über. Zudem hat TFG den weiteren Aktionären ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot für bis zu 290.000 weitere KSR-Aktien unterbreitet. Abhängig vom Ausgang des Angebots wird der Veräußerungsertrag bei mindestens 1,90 Mio. € liegen.

Bewertung

Die TFG wies zum 31.03.2008 einen Wert des Beteiligungsportfolios in Höhe von 37,90 Mio. € aus. Die börsennotierten Unternehmen sind dabei mit den Aktienkursen zum Stichtag 31.03.08 bewertet. Bei den nicht notierten Werten sind dagegen die Buchwerte angesetzt, es sei denn im Rahmen von Finanzierungsrunden oder ähnlichem wurde ein anderer Wert von dritter Seite aus ermittelt. Vom ausgewiesenen Wert des Beteiligungsportfolios haben wir sonstige kurzfristig gehaltene Wertpapiere im Wert von rund 1,66 Mio. € als Liquiditätsreserve klassifiziert und vom Beteiligungswert abgezogen, woraus sich ein korrigierter Wert des Beteiligungsportfolios von 36,29 Mio. € ergibt.

Zum Stichtag wurden neben den vier ausgewiesenen Unternehmen Anteile an weiteren börsennotierten Gesellschaften gehalten, wo jedoch die Meldeschwelle nicht überschritten wurde bzw. keine Stimmrechtsmitteilung erforderlich ist.

Public Portfolio	Kurs am 31.03.2008	Wert zum 31.03.2008
Neue Sentimental Film AG	0,80	670.070,16 €
Inticom AG	4,94	790.080,06 €
Easy Software AG	4,30	1.327.170,00 €
Ehlebracht AG	1,50	5.920.000,00 €
Sonstige börsennotierte Unternehmen		2.333.181,92 €
Gesamtwert am 31.03.2008		11.040.502,14 €

Subtrahiert man nun den Gesamtwert des Public Portfolios vom Wert des Beteiligungsportfolios zum 31.03.2008 erhält man den isolierten Wert des Private Portfolios in Höhe von 25,25 Mio. €.

Um den Wert des Gesamtportfolios zum Zeitpunkt der Erstellung der Studie zu erhalten, addieren wir den Wert des Public Portfolios mit den aktuellen Börsenkursen wieder zum Private Portfolio hinzu.

Public Portfolio	Kurs am 13.05.2008	Wert zum 13.05.2008
Neue Sentimental Film AG	0,90	753.829,20 €
Inticom AG	4,33	692.800,00 €
Easy Software AG	4,50	1.388.898,00 €
Ehlebracht AG	1,97	7.289.000,00 €
Sonstige börsennotierte Unternehmen		2.329.622,68 €
Gesamtwert am 13.05.2008		12.454.149,88 €

Damit ergibt sich ein aktueller Wert des Gesamtportfolios von 37,706 Mio. €.

Wertzusammensetzung des Portfolios im Überblick:

Wert des Gesamtportfolios (korrigiert) zum 31.03.2008	36.292.702,50 €
- Wert des Public Portfolios zum 31.03.2008	11.040.502,14 €
= Wert des Private Portfolios zum 31.03.2008	25.252.200,36 €
Wert des Private Portfolios zum 13.05.2008	25.252.200,36 €
+ Wert des Public Portfolios zum 13.05.2008	12.454.149,88 €
= Wert des Gesamtportfolios zum 13.05.2008	37.706.350,24 €

Wert des Gesamtportfolios liegt zum 13.05.08 bei 37,706 Mio. €

Um den Wert pro Aktie zu bestimmen, muss der Wert des Eigenkapitals ermittelt werden. Um vom Gesamtwert des Portfolios auf den Wert des Eigenkapitals zu kommen, sind zwei Bereinigungen vorzunehmen. Zum einen ist eine Bereinigung um die Kosten der Holding und zum anderen um die Nettoschulden vorzunehmen.

Die Nettoschulden müssen vom Wert des Beteiligungsportfolios abgezogen werden. Daraus ergibt sich der Unternehmenswert, von dem aus auf den Wert pro Aktie heruntergebrochen werden kann. Die Nettoschulden beliefen sich zum 31.12.2007 auf 7,66 Mio. €. Nach dem Bewertungsstichtag sind zwei wesentliche Zahlungen angefallen, die sich auf die Nettoliquidität auswirken. Durch den Verkauf der Kisters AG und der KSR Kuebler AG flossen TFG nach unseren Schätzungen insgesamt rund 6,5 Mio. € an Veräußerungserträgen zu. Dieser Betrag muss ebenfalls berücksichtigt werden. Auch die zuvor abgezogenen sonstigen Wertpapiere, die als Liquiditätsposition eingestuft sind, müssen nun wieder hinzugezogen werden.

Schließlich müssen in die Bewertung die Kosten der Holding einbezogen werden. Die Kosten der Holding beinhalten administrative Kosten, die entstehen, um die Holding zu unterhalten. Dabei sind wiederkehrende Kosten wie Personalaufwendungen oder Listingkosten sowie Abschreibungen auf Sachanlagen zu berücksichtigen. Aber auch Aufwendungen für Rechtsstreitigkeiten und Beratung fallen als Kosten der Holding an. Die bis zum 31.12.2007 angefallenen Holdingkosten sind in der Nettoverschuldung berücksichtigt. Daher ist es nur notwendig, um auf den aktuellen Wert abzustellen, die Kosten abzuziehen, die in der Zwischenzeit, seit dem letzten Ausweis der Nettoschulden, angefallen sind. Daher haben wir die durchschnittlich anfallenden Holdingkosten monatsanteilig verteilt. Die angefallenen Kosten für Januar bis April 2008 werden vom Wert des Portfolios abgezogen.

Berechnung der Kosten der Holding			
Jährliche Kosten der Holding	Personalaufwand	800.000 €	
	Abschreibungen	30.000 €	
	Listingkosten	400.000 €	
	Rechts- und Beratungskosten	300.000 €	1.530.000 €
Kosten der Holding pro Monat			127.500 €
Kosten der Holding für Januar 2008 - April 2008			510.000 €

Der sich ergebende Wert des Eigenkapitals beläuft sich unter diesen Prämissen auf 37,70 Mio. €, was 3,17 € pro Aktie entspricht.

Berechnung des fairen Wertes pro Aktie im Überblick:

Wert des Gesamtportfolios	37.706.350,24 €
- Nettoschulden (31.12.07)	7.657.186 €
+ Liquiditätsreserve (sonstige Wertpapiere)	1.663.513 €
+ Ertrag Verkauf Kisters AG (geschätzt)	4.500.000 €
+ Ertrag Verkauf KSR Kuebler AG (geschätzt)	2.000.000 €
- Kosten der Holding (01.01.08 - 31.04.08)	510.000 €
= Wert des Eigenkapitals	37.702.676,54 €
/ Anzahl Aktien	11.898.500
= fairer Wert pro Aktie	3,17 €

Fairer Wert pro Aktie liegt bei 3,17 €

Ausblick und Fazit

Zweifelsohne ist das Resultat des Geschäftsjahres 2007 der TFG differenziert zu betrachten. Zwar hat das Unternehmen einen Rückgang bei den Erträgen gegenüber dem vergangenen Geschäftsjahr ausweisen müssen, jedoch ist dafür neben der eingetrübten Börsenlage auch die verschobene Verbuchung der Veräußerung der Kisters AG in das erste Quartal 2008 verantwortlich. Durch eine aufschiebende Bedingung wurde die Veräußerung der Kisters AG nicht mehr in 2007 ergebniswirksam. Durch den Veräußerungsertrag in Höhe von rund 4,50 Mio. € hätten die gesamten betrieblichen Erträge deutlich über dem Vorjahresniveau gelegen.

Auch verschiedene Sonderbelastungen drückten das Ergebnis. Der Änderungsbescheid aus der Betriebsprüfung für die Jahre 1999 - 2002 führte zu ergebniswirksamen Rückstellungen in Höhe von 3,84 Mio. € und die Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung, die Bestellung eines besonderen Vertreters sowie die damit verbundenen rechtlichen Beratungen haben zusammen nochmals 0,32 Mio. € an Sonderbelastungen aufgeworfen. Nicht zuletzt führte auch das schwache Börsenumfeld vor dem Hintergrund der Immobilien- und Hypothekenkrise zu Abschreibungen bei den börsennotierten Wertpapieren von 3,29 Mio. €.

Der Ausblick auf das laufende Geschäftsjahr gestaltet sich dennoch positiv. Mit der Veräußerung der Kisters AG ist ertragswirksam ein erstes Exit erfolgt und bringt einen Ertrag von insgesamt rund 4,50 Mio. €. Damit sind bereits über 60 % der gesamten betrieblichen Erträge von 2007 erreicht.

Ein weiterer Exit aus dem Private Portfolio ist bereits erfolgt. Inzwischen wurde verkündet, dass eine weitere Beteiligung, die KSR Kuebler AG, an einen strategischen Investor veräußert wurde. Dabei wurde ein Ertrag von fast 2 Mio. € erzielt. Auch die Eliog Technologie AG ist reif für ein Exit. Die Vorbereitungen für ein IPO laufen laut Unternehmensaussagen weiterhin. Der Börsengang ist jedoch auf Grund der aktuellen Marktverfassung bis auf weiteres verschoben. Eliog wurde im Januar 2008 deshalb zur Zwischenfinanzierung ein Wandeldarlehen in Höhe von 1 Mio. € gewährt. Auch bei der Cryptometrics Inc. wird in 2008 oder spätestens 2009 eine Handlungsaufnahme erwartet. Die größte Beteiligung der TFG, die Ehlebracht AG, konnte jüngst gute Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2007 vorlegen. Durch die abgeschlossene Sanierung der Bilanz und eine Kapitalerhöhung ist dem Unternehmen wieder ausreichend Freiraum für die operative Entwicklung verschafft worden. Langfristig sollte sich das Investment bezahlt machen.

Belastend bleiben natürlich die Unklarheit bezüglich der Steuernachzahlung und die Klage gegen ehemalige Aufsichtsräte und Vorstände. Beide Ausgänge sind derzeit noch ungewiss. Jedoch sind unseres Erachtens ausreichend Rückstellungen gebildet worden, so dass derzeit von keiner weiteren Belastung der Ergebnisse auszugehen ist.

Für das laufende Geschäftsjahr 2008 sind wir daher optimistisch, dass TFG an den erfolgreichen Trend von 2006 anknüpfen und die Ergebnisse von 2006 übertreffen kann. Vor dem Hintergrund der aktuellen Marktschwäche und der damit notwendigen Wertanpassungen haben wir jedoch das Kursziel von 3,53 € auf 3,17 € angepasst. Dennoch ergibt sich auf dem momentanen Kursniveau von 2,19 € ein erwartetes Kurspotenzial von 45 %. Sobald weitere Exiterfolge erreicht werden sollten, gehen wir auch davon aus, dass sich diese Unterbewertung sukzessive abbaut. Das Rating KAUFEN haben wir daher bekräftigt.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwendet, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK 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 § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings 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 $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de.**

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Finanzanalyst

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chef-Analyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de