

**20.08.2008**

**Alphaform AG<sup>(5)\*</sup>**

**KAUFEN**

**Kursziel: 4,50 €**

Kurs: 2,89 €

18.8.2008, 14:11 Uhr-  
Xetra

**Letztes Rating/  
Kursziel:**  
KAUFEN/ 6,31 €

**Marktsegment:**  
Prime Standard

**Rechnungslegung:**  
IFRS

**Analysten:**

**Philipp Leipold**  
leipold@gbc-ag.de

**Felix Gode**  
gode@gbc-ag.de

**IR-Kontakt:**

Alphaform AG  
Kapellenstraße 10  
D-85622 Feldkirchen

**Tel.:** +89 -90 500 2-35  
**Fax:** +89 -90 500 2-19

ir@alphaform.de  
www.alphaform.de

**Unternehmensprofil:**

**Branche:** Kunststoffverarbeitung  
**Fokus:** Rapid Prototyping, Rapid Tooling

**Mitarbeiter:** 146 (30.6.2008)

**Firmensitz:** Feldkirchen, D

**Gründung:** 1996

**Vorstand:** Dr. Thomas Vetter

**WKN:** 548795

**ISIN:** DE0005487953

**Börsenkürzel:** ATF

**Anzahl Aktien:** 5,318 Mio.

**Marktkap.:** 15,37 Mio. €

**Streubesitz:** 42 %

**52 W Hoch:** 4,44 €

**52 W Tief:** 2,65 €

**Durchs. Tagesvolumen :** 18.813 €

\* Quelle DeutscheBörse (Frankfurt Parkett und Xetra, 100 Tage)

548795 ATF, Tageschart [Close] - 21.08.2007 - 19.08.2008 - 2.81



in Mio. EUR	GJ 2006	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e
Sales	20,78	22,12	22,97	24,40
EBITDA	3,42	3,07	2,30	2,79
EBIT	1,79	1,50	0,80	1,39
Periodenergebnis	2,18	2,22	1,20	1,58
<b>in EUR</b>				
EPS	0,41	0,42	0,23	0,30
Dividende	-	0,15	0,10	0,15
<b>in %</b>				
EBITDA-Marge	16,5	13,9	10,0	11,4
EBIT-Marge	8,6	6,8	3,5	5,7
Dividendenrendite	-	5,2	3,5	5,2
<b>Kennzahlen</b>				
EV/ Sales	0,24	0,16	0,15	0,15
EV / EBITDA	1,45	1,16	1,54	1,27
Kurs-Gewinn-Verhältnis	7,06	6,92	12,78	9,74
Kurs-Buchwert-Verhältnis		0,74		

**Highlights:**

- Verunsicherung bei F1-Kunden hinsichtlich neuer Reglementsänderungen führt zu Nachfragerückgang bei Alphaform
- Organisches Umsatzwachstum von 5,1 % im 1. HJ 2008
- Reduzierung des Kursziels; aber weiterhin evidente Unterbewertung der Aktie

## Unternehmen

### Profil

Die Alphaform AG mit Sitz in Feldkirchen bei München wurde im Jahr 1996 gegründet. Neben dem Stammsitz in Feldkirchen ist Alphaform mit Tochtergesellschaften in Garmisch-Partenkirchen, Großbritannien und Finnland vertreten. Alphaform entwickelt und produziert im Kundenauftrag Prototypen und Kleinserien mit dem Ziel, den Entwicklungsprozess der Produkte bei Unternehmen zu optimieren und dadurch den für Produkteinführungen benötigten Zeitraum zu verkürzen. Alphaform begleitet dabei die Kunden über den gesamten Produktentstehungsprozess von der Design- und Konzeptphase über die Konstruktions- und Detaillierungsphase bis hin zur Entwicklung des Fertigungsprozesses. Das Leistungsspektrum umfasst neben der Herstellung von Prototypen und Kleinserien auch die Beratung über inhaltliche und zeitliche Gestaltung des Produktionsentstehungsprozesses.

Die Kernkompetenzen sieht die Gesellschaft in den beiden Bereichen Rapid Tooling und Rapid Prototyping. Im Bereich Rapid Prototyping ist das Know How der Gesellschaft bezüglich der schnellen und kostenminimalen Herstellung der Prototypen in Serienoptik enthalten. Im Segment Rapid Tooling agiert Alphaform mit der gleichen Vorgehensweise, wobei hier die Werkzeuge und die Produktion von Kleinserien im Fokus stehen. Knapp 87 % der Umsätze wurden im Geschäftsjahr 2007 dabei im Bereich Rapid Prototyping erzielt. Insgesamt lag der Umsatz in 2007 bei 22,1 Mio. €. Schwerpunkt der Unternehmensstrategie ist es, den Bereich Rapid Tooling in den kommenden Jahren konsequent auszubauen, um so eine Reduzierung der Ergebnisschwankungen zu erreichen.

### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	
Multiadvisor Sicav	5 %
Axxion	10 %
Weiteres Management	6 %
Vorstände	2 %
Aufsichtsrat und Familien	35 %
Free Float	42 %
<b>Summe</b>	<b>100 %</b>

Quelle: Alphaform, GBC

### Unternehmenstermine

Ereignis	Datum
Q3-Bericht 2008	12. November 2008
Analystenkonferenz	10. Dezember 2008

## **Geschäftsentwicklung - 1. Halbjahr 2008**

in Mio. €	1. HJ 2007	1. HJ 2008	07 vs. 08
Umsatz Gesamt	10,24	10,77	+5,1 %
EBITDA	1,55	1,08	-30,6 %
EBIT	0,79	0,34	-55,8 %
Jahresüberschuss	0,91	0,60	-33,9
EPS in €	0,17	0,11	-35,3 %

Quelle: Alphaform, GBC

### **Umsatzentwicklung**

Die Alphaform AG konnte die Umsatzerlöse in den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres aus organischer Kraft um 5,1 % von 10,24 Mio. € in 2007 auf 10,77 Mio. € in 2008 steigern. Das Umsatzwachstum im zweiten Quartal 2008 belief sich auf 7,7 % und konnte damit im Vergleich zum Vorjahresquartal nochmals leicht erhöht werden. Der Umsatz im zweiten Quartal 2008 lag hier bei 5,50 Mio. € (Q2 2007: 5,10 Mio. €). Im Bereich des Metal Coating konnte Alphaform in diesem Jahr eine Reihe von Neukunden, insbesondere in der Automobilindustrie, gewinnen und die Umsätze gegenüber dem Vorjahr deutlich steigern.

Im Geschäftsbereich Rapid Prototyping konnten die Umsatzerlöse von 8,81 Mio. € im ersten Halbjahr 2007 auf 9,49 Mio. € im ersten Halbjahr 2008 ausgeweitet werden, dagegen war das Umsatzvolumen im zweiten Geschäftsbereich Rapid Tooling von 1,44 Mio. € in 2007 auf 1,28 Mio. € in 2008 rückläufig. Ein Blick auf die regionale Verteilung der Umsatzerlöse macht deutlich, dass das Wachstum fast ausschließlich von den deutschen Gesellschaften getragen wurde. In Deutschland erhöhten sich die Umsätze deutlich von 6,88 Mio. € in 2007 auf 7,52 Mio. € in 2008, was einem Umsatzanteil von 69,8 % (VJ: 67,2 %) entspricht.

Im zweiten Quartal 2008 wirkten sich dagegen die anstehenden neuen Formel 1-Reglementänderungen belastend auf die Umsatzentwicklung aus. Als Folge auf die geänderten Reglementänderungen werden die Formel 1 Kunden hier ihre Entwicklungsbudgets reduzieren, was sich bereits im zweiten Quartal 2008 negativ auf die Umsatzerlöse bei der Alphaform AG ausgewirkt hat. Die mit den Formel 1 Kunden erzielten Umsätze lagen unterhalb des Vorjahresniveaus. Nach unserer Schätzung belief sich der Umsatz mit F1-Kunden im abgelaufenen Geschäftsjahr auf rund 5 Mio. €.

### **Ergebnisentwicklung**

Deutlich unter unseren Erwartungen lag die Rohertragsmarge im ersten Halbjahr 2008. Die Rohertragsmarge entwickelte sich von 69,42 % in den ersten sechs Monaten 2007 auf 65,11 % in den ersten sechs Monaten 2008 deutlich rückläufig. Im zweiten Quartal 2008 betrug die Rohertragsmarge lediglich 63,57 % (VJ: 73,04 %). Hier gab es mehrere Fakto-

ren, die für den Rückgang der Rohertragsmarge im ersten Halbjahr 2008 verantwortlich waren. Einerseits leistete das F1-Geschäft einen guten Margenbeitrag, so dass hier die Zurückhaltung der Kunden einen negativen Einfluss auf die Rohmarge hatte. Andererseits musste bei einem größeren Projekt im Bereich des Modellbaus auf externe Partner zurückgegriffen werden, was sich belastend auf die Rohertragsmarge auswirkte. Des Weiteren wurden die Geschäftsbeziehungen mit den ungarischen Kooperationspartnern auch im laufenden Jahr weiter deutlich vorangetrieben. Die ungarischen Partner übernehmen hierbei lohnintensivere Arbeiten in der Gusstechnik und im Bereich der Stereolithographie.

Die Mitarbeiterzahl stieg zum 30. Juni 2008 um knapp 12 % auf 146 (VJ: 131) an, so dass sich die Personalaufwendungen im Vergleich zur Vorjahresperiode leicht auf 3,52 Mio. € (VJ: 3,30 Mio. €) erhöht haben. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen lagen in 2008 mit 2,42 Mio. € leicht über dem Vorjahresniveau von 2,26 Mio. €.

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) belief sich in den ersten sechs Monaten 2008 auf 1,07 Mio. € (VJ: 1,55 Mio. €), was gleichbedeutend ist mit einem Rückgang bei der EBITDA-Marge auf 9,97 % (VJ: 15,12 %). Bei leicht geringeren Abschreibungen sowie einem verbesserten Finanzergebnis lag das Vorsteuerergebnis (EBT) bei 0,60 Mio. € (VJ: 0,89 Mio. €). Da aufgrund der noch vorhandenen Verlustvorräte keine Steuern anfielen, belief sich der Jahresüberschuss zum Halbjahr 2008 auf 0,60 Mio. € (VJ: 0,91 Mio. €), was einem Gewinn je Aktie (EPS) in Höhe von 0,11 € (VJ: 0,17 €) entspricht.

### **Bilanzielle und finanzielle Lage**

Die Bilanzrelationen der Alphaform AG sind weiterhin als sehr solide zu bezeichnen. Die Eigenkapitalquote konnte zum Halbjahr weiter auf 88,0 % (31.12.2007: 85,1 %) gesteigert werden. Das Eigenkapital belief sich zum Stichtag auf 20,47 Mio. € und war gegenüber dem Jahresende 2007 aufgrund der Dividendenausschüttung in Höhe von 0,8 Mio. € leicht rückläufig. Die Gesellschaft verfügt nach wie vor über einen sehr hohen Bestand an liquiden Mitteln von 9,34 Mio. € und hat weder Bankverbindlichkeiten noch langfristiges Fremdkapital.

Das Working Capital verzeichnete einen Anstieg in den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres infolge gestiegener Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie Vorräte. Diesen Anstieg des Working Capital halten wir jedoch für temporär und der Working Capital Bedarf sollte sich nach unserer Meinung im weiteren Jahresverlauf wieder normalisieren.

## Prognose und Modellannahmen

Es bleibt abzuwarten, welche F1-FIA Reglementsänderungen letztendlich in diesem Herbst verabschiedet und wie diese Änderungen sich auf die Entwicklungsbudgets der F1-Teams auswirken werden. Wir gehen davon aus, dass die F1-Teams, insbesondere die größeren, bei Budgetkürzungen einen Teil der Entwicklungstätigkeit nicht mehr an externe Firmen auslagern, sondern verstärkt von den eigenen Entwicklungsabteilungen tätigen lassen. Für die Alphaform AG erwarten wir, dass sich das F1-Geschäft in der zweiten Jahreshälfte auf einem niedrigeren Niveau als im Vorjahr stabilisieren wird. Die Umsatzeinbuße für den F1-Bereich bei der Alphaform schätzen wir auf rund 1 bis 1,5 Mio. € für das Geschäftsjahr 2008.

Mit dem Anwendungsverfahren Metal Coating verfügt die Alphaform über ein Alleinstellungsmerkmal und konnte hier im ersten Halbjahr 2008 bereits eine Reihe von Neukunden akquirieren und deutliche Umsatzzuwächse erzielen. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007 waren die Umsätze hier noch überschaubar und fielen kaum ins Gewicht. In diesem Jahr sollten sich hier die Umsätze bereits in einem unteren siebenstelligen €-Bereich bewegen. Außerdem sollte die Geschäftstätigkeit mit den ungarischen Partnern stetig ausgebaut werden. Die Partner konnten in den vergangenen Jahren durchschnittliche Wachstumsraten von rund 50 % vorweisen.

Für das Gesamtjahr 2008 sieht unsere Schätzung nunmehr einen moderaten Umsatzzuwachs um 3,97 % auf dann 22,97 Mio. € (bisher: 23,30 Mio. €) vor. Bei der Margensituation erwarten wir in der zweiten Jahreshälfte noch keine Erholung. Die EBITDA-Marge sollte im zweiten Halbjahr 2008 mit 10,0 % in etwa auf dem Niveau des ersten Halbjahres liegen. Insgesamt rechnen wir für 2008 mit einem EBITDA in Höhe von 2,30 Mio. € (bisher: 3,38 Mio. €). Das EPS sehen wir bei 0,23 € (bisher: 0,39 €). Zudem sollte der operative Cash Flow auf Gesamtjahresbasis mit rund 2 Mio. € deutlich positiv ausfallen, so dass die Investitionen vollständig aus dem Cash Flow finanziert werden können. Nachdem im ersten Halbjahr höhere Investitionen von knapp 1 Mio. € in die Erweiterung des Maschinenparks (Lasersinteranlagen, HSC-Fräsen und Metal-Coating) getätigt wurden, erwarten wir für die zweite Jahreshälfte wieder ein sinkendes Investitionsvolumen.

Des Weiteren haben wir die EBITDA-Marge für das kommende Geschäftsjahr 2009 sowie die Folgejahre aus Vorsichtsgründen ebenfalls deutlich nach unten angepasst. In 2009 sollte sich die EBITDA-Marge auf 11,4 % belaufen, was wir auch als nachhaltiges Margenniveau annehmen. Unsere Margen-Schätzung basiert dabei auf der Annahme, dass sich das F1-Geschäft der Alphaform auf einem niedrigeren Niveau stabilisiert. Des Weiteren unterstellen wir, dass die Geschäftsbeziehung mit den osteuropäischen Partnern weiter ausgebaut und damit einhergehend auch der Anteil der zugekauften Leistungen überproportional wachsen wird.

## Bewertung

### DCF-Bewertung

#### Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Alphaform AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten ist die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 4,50 % (bisher: 4,00 %).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert als die risikoarmen Staatsanleihen.

Nach unseren internen Schätzungen haben wir ein Beta von 1,07 ermittelt. Hierbei unterstellen wir eine leicht überdurchschnittliche Konjunktursensitivität der Gesellschaft.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,4 % (10-jähriger Zinssatz plus Beta multipliziert mit Risikoprämie). Da wir langfristig ein Gewicht der Fremdkapitalfinanzierung von 0,0 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,4 % (bisher: 10,0 %).

Kapitalkosten	in %
Eigenkapitalkosten	10,4%
Gewicht in %	100%
Fremdkapitalkosten	7,0%
Gewicht in %	0%
Taxshield in %	22,5%
<b>WACC</b>	<b>10,4%</b>

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2009 - Phase 2	
Umsatzwachstum	4,0%
EBITDA-Marge	11,4%
Steuerquote	12,0%
Working Capital in % vom Umsatz	18,3%
Umsatz zu OAV	5,35
Abschreibungen vom OAV	30,4%

Werttreiber - DCF Bewertung Endwert - Phase 3	
Umsatzwachstum	2,0%
Kapitalrendite	11,7%

## Discounted Cashflow-Modell

Die Alphaform AG wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2008 & 2009 in Phase 1, erfolgt von 2010 bis 2014 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen im Umsatz von 4,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 11,4 % (bisher: 15,4 %) angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 12,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Endwert bestimmt. Dabei unterstellen wir einen nachhaltigen Umsatzanstieg von 2,0 % sowie eine Kapitalrendite von 11,7 %.

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,4 % errechnet.

**Der daraus resultierende faire Wert der Aktie auf Basis 2009 liegt bei 4,50 € (zuvor: 6,31 €).**

in Mio. EUR	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	Endwert
Umsatz	22,97	24,40	25,38	26,39	27,45	28,54	29,69	
Umsatzveränderung	3,9%	6,2%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,0%
EBITDA-Marge	10,0%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	
Abschreibungen (auf IK)	-1,50	-1,40	-1,40	-1,44	-1,50	-1,56	-1,62	
Abschreibungen vom OAV	33,3%	30,4%	30,4%	30,4%	30,4%	30,4%	30,4%	
EBITA	0,80	1,39	1,49	1,57	1,63	1,69	1,76	
EBITA-Marge	3,5%	5,7%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	
Steuerquote (effektive auf Gewinne)	4,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	29,8%	
EBI (NOPLAT)	0,77	1,23	1,32	1,38	1,43	1,49	1,24	1,28
Working Capital	4,20	4,50	4,64	4,83	5,02	5,22	5,43	
Working Capital zu Umsatz	18,3%	18,4%	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%	
Operatives Anlagevermögen	4,50	4,60	4,74	4,93	5,13	5,34	5,55	
Umsatz zu operativen Anlagevermögen	5,10	5,30	5,35	5,35	5,35	5,35	5,35	
Investiertes Kapital (IK)	8,70	9,10	9,39	9,76	10,15	10,56	10,98	
<b>Kapitalrendite</b>	<b>9,4%</b>	<b>14,1%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,7%</b>	<b>14,7%</b>	<b>14,7%</b>	<b>11,7%</b>	<b>11,7%</b>
<b>Free Cashflows:</b>								
EBITDA	2,30	2,79	2,89	3,01	3,13	3,25	3,38	
Steuern auf EBITA	-0,03	-0,17	-0,18	-0,19	-0,20	-0,20	-0,53	
Investitionen in OAV	-1,59	-1,50	-1,54	-1,63	-1,70	-1,76	-1,84	
Veränderung des Working Capital	-42,7%	-30,0%	-14,4%	-18,6%	-19,3%	-20,1%	-20,9%	
Investitionen in Goodwill	-	-	-	-	-	-	-	
<b>Freier Cashflow</b>	<b>0,26</b>	<b>0,83</b>	<b>1,03</b>	<b>1,00</b>	<b>1,04</b>	<b>1,09</b>	<b>0,81</b>	<b>12,69</b>

VALUATION in Mio. EUR	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Barwert expliziter FCFs	3,99	4,15	3,76	3,12
Barwert des Continuing Value	6,35	7,01	7,74	8,55
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	10,35	11,16	11,50	11,67
Nettoschulden (Net debt)	-11,82	-11,73	-12,43	-13,03
Barwert aller Optionsrechte	-	-	-	-
Wert des Eigenkapitals	22,17	22,90	23,92	24,69
Fremde Gewinnanteile	-	-	-	-
Wert des Aktienkapitals	22,17	22,90	23,92	24,69
Ausstehende Aktien in Mio.	5,32	5,32	5,32	5,32
<b>Fairer Wert der Aktie in EUR</b>	<b>4,17</b>	<b>4,31</b>	<b>4,50</b>	<b>4,64</b>

FINANZCASHFLOW in Mio. EUR	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Dividendenzahlung	-0,80	-0,53	-0,80	-1,00
Kapitalerhöhung	-	-	-	-
Zinsaufwand/ertrag	0,45	0,40	0,37	0,39

Sensitivitätsanalyse - fairer Wert je Aktie in EUR - Stand GJ 2009e					
WACC	9,4%	9,9%	10,4%	10,9%	11,4%
<b>Kapitalrendite</b>					
7,7%	4,06	3,97	3,90	3,83	3,77
9,7%	4,42	4,30	4,20	4,11	4,03
11,7%	4,77	4,63	4,50	4,39	4,29
13,7%	5,13	4,95	4,80	4,66	4,54
15,7%	5,49	5,28	5,10	4,94	4,80



## Fazit

Die Halbjahreszahlen 2008 der Alphaform AG lagen unter unseren Erwartungen, was vor allem auf eine schwächere Nachfrage bei F1-Kunden aufgrund anstehender Reglementsänderungen zurückzuführen ist. Allerdings ist das zweite Quartal 2008 mit einem Umsatzwachstum von knapp 8 % und einem deutlich positiven EBITDA von 0,51 Mio. € bei weitem nicht so dramatisch ausgefallen, wie wir nach der Ad-Hoc Meldung vom 11. Juni 2008 erwartet hatten. Wir gehen davon aus, dass sich das F1-Geschäft der Alphaform auf einem niedrigeren Umsatzniveau stabilisieren wird.

Der Newsflow wird in den kommenden Monaten insbesondere durch die Umsetzung des Strategieprogramms geprägt sein. Sowohl anorganisches Wachstum als auch strategische Partnerschaften halten wir hier für möglich, um die Marktstellung in den Branchen Luftfahrt und Medizintechnik zu stärken sowie das eigene Produktportfolio auszuweiten.

**Mit einem EV/EBITDA auf Basis 2008 von unter 2 sowie einem aktuellen Kurs-Buchwert-Verhältnis von 0,74 sehen wir die Aktie der Alphaform AG weiterhin als deutlich unterbewertet an. Den fairen Wert haben wir infolge der niedrigeren Margenerwartung sowie der Erhöhung des WACC infolge des gestiegenen Zinsniveaus auf 4,50 € (bisher: 6,31 €) reduziert.**



# 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
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden
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 komplettierten 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 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 oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC 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 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 Interessenskonflikten 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:**

Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Finanzanalyst

### **§ 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](mailto:compliance@gbc-ag.de)



GBC AG<sup>®</sup>  
**- 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](mailto:office@gbc-ag.de)