

04.09.08

TFG Capital AG^{(5)*}

KAUFEN

Fairer Wert: 3,43 €

Kurs zum 04.09.2008,
09:03 Uhr: 2,44 €

**Letztes Rating
(Fairer Wert):**

KAUFEN (3,17 €)

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

Katalog möglicher Inter-
essenskonflikte auf S. 10

Unternehmensprofil:

Branche: Beteiligungen

Mitarbeiter: 6

Fokus: kleine und mittelständische Unternehmen in der Expansionsphase

Firmensitz: Marl, D

Gründung: 1994

Vorstand: Herr Udo Treichel

WKN: 744950

ISIN: DE0007449506

Börsenkürzel: TFG

Anzahl Aktien: 11,898 Mio.

Marktkap.: 29,03 Mio. €

Streubesitz: 66,51 %

52 W Hoch: 2,94 €

52 W Tief: 1,80 €

Durchs. Tagesvolumen : 31.023 €.*

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



In Mio. €	2005	2006	2007	2008e
Betriebliche Erträge	1,91	7,09	6,38	14,00
EBITDA	0,22	5,10	4,77	10,60
EBIT	-1,06	4,23	-0,75	9,57
Jahresüberschuss	-6,73	2,05	-5,27	8,84
In Euro				
Gewinn je Aktie vor ao ¹	-0,25	0,23	-0,42	0,75
Gewinn je Aktie nach ao ¹	-0,57	0,17	-0,44	0,74
Dividende je Aktie	-	0,10	-	0,10
In %				
EBITDA-Marge	11,70 %	71,98 %	74,82 %	75,71 %
EBIT-Marge	neg.	59,58 %	neg.	68,36 %
Dividendenrendite	-	4,10 %	-	4,10 %
Kennzahlen				
Net Asset Value		37,53	31,83	39,76 ²
NAV/Aktie		3,15	2,68	3,34 ²
Share Price/NAV		0,77	0,91	0,73 ²
KGV		14,16	neg.	3,28
KBV (30.06.2008)			1,09	

¹ ao = außerordentliches Ergebnis

² auf Halbjahresbasis zum 30.06.2008

Highlights:

- Verkauf von Kisters und KSR Kuebler steigert Erträge deutlich
- Weitere Exits im zweiten Halbjahr erwartet
- Unternehmenseigene als auch unsere Prognosen für das Geschäftsjahr 2008 merklich erhöht
- Fairer Wert erhöht sich deutlich von 3,17 € auf 3,43 €

Unternehmen

Profil

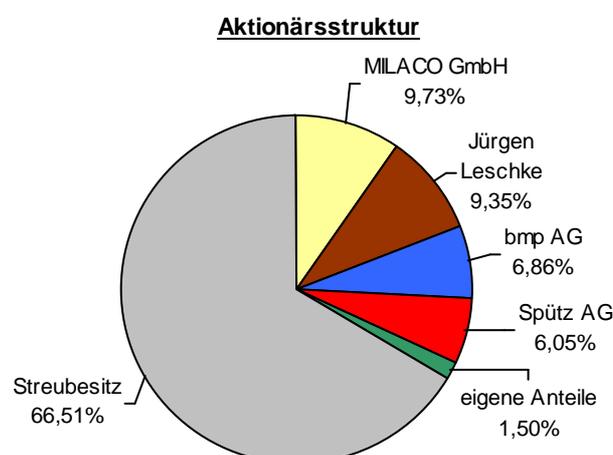
Die 1994 als Technologiefonds gestartete TFG Capital AG (TFG) ist vorwiegend im deutschen Beteiligungsmarkt aktiv. Nachdem sich die Gesellschaft in den ersten Jahren der Unternehmensgeschichte im Venture Capital-Bereich engagierte, liegt der Schwerpunkt der Investitionstätigkeit jetzt auf mittelständischen Unternehmen.

Mit dem Vorstandswechsel im März 2008 wurde auch eine Neuausrichtung des Beteiligungsfokus vollzogen. Dieser liegt nun auf klassischen mittelständischen Unternehmen aus der produzierenden Industrie. Dabei sollen die Zielunternehmen bereits am Markt etabliert sein, über ein ausgeprägtes technisches Know-how verfügen bzw. eine starke Stellung in einem interessanten Nischenmarkt inne haben. Die Umsatzgröße der Zielunternehmen sollte zwischen 10 und 100 Mio. € betragen. Bei künftigen Beteiligungen wird in jedem Fall eine Organmitgliedschaft angestrebt, um stärkeren Einfluss auf die Geschäftstätigkeit ausüben zu können. Dabei ist ein mittelfristiger Investitionshorizont von zwei bis sechs Jahren vorgesehen.

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	Anzahl der Aktien	In %
MILACO GmbH	1.157.379	9,73%
Jürgen Leschke	1.112.965	9,35%
bmp AG	816.237	6,86%
Spütz AG	720.000	6,05%
eigene Anteile	178.425	1,50%
Streubesitz	7.913.494	66,51%
Gesamt	11.898.500	100,00%

Der Großteil, 66,51 % der Aktien der TFG befinden sich im Streubesitz. Größter Einzelaktionär ist die MILACO GmbH mit einem Stimmrechtsanteil von 9,73 %. Daneben gibt es mit der bmp AG, der Spütz AG und Jürgen Leschke drei weitere Aktionäre mit einem Anteil von jeweils über 5 %. 1,50 % der Stücke befinden sich im Eigenbesitz der TFG.



Quelle: TFG, GBC

Geschäftsentwicklung im ersten Halbjahr 2008

Ertragsentwicklung

Das erste Halbjahr 2008 verlief für die TFG Capital AG sehr erfreulich. Die betrieblichen Erträge kletterten gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 1,2 Mio. € auf 6,81 Mio. €. Damit liegen diese bereits zum Halbjahr über dem Wert des gesamten Geschäftsjahres 2007, als 6,38 Mio. € erzielt wurden.

Maßgeblich verantwortlich für den erfolgreichen Geschäftsverlauf im ersten Halbjahr 2008 waren die Veräußerungen der beiden Beteiligungen an der Kisters AG sowie der KSR Kuebler AG. Obwohl der Vertrag für die Kisters AG bereits im Jahr 2007 geschlossen wurde, ist die Veräußerung erst im ersten Quartal 2008 ertragswirksam geworden. Der Ertrag belief sich bei der Kisters AG auf rund 4,04 Mio. €. Der rund 33,8 %ige Anteil an der KSR Kuebler AG, dem europäischen Marktführer für mechanische Füllstandsmesssysteme, wurde im zweiten Quartal an die Klingenberger WIKA Gruppe veräußert. Da im aktuellen Marktumfeld ein Börsengang keine Option darstellte, wurde der Exit im Wege des Trade-Sales an den strategischen Investor bevorzugt. Der Ertrag aus der Veräußerung beläuft sich auf 1,96 Mio. €. Insgesamt belief sich der Ertragsanteil aus beiden Veräußerungen auf 6,00 Mio. € bzw. rund 88 % der gesamten betrieblichen Erträge innerhalb des ersten Halbjahres.

Der restliche Ergebnisanteil rührt aus sonstigen Erträgen aus Beteiligungen und Wertpapieren des Umlaufvermögens wie Dividenden oder Zinszahlungen. Auch Zuschreibungen auf Wertpapiere in Höhe von 0,27 Mio. € trugen zu den Gesamterträgen bei. Diese wurden im Wesentlichen auf Aktienpositionen im Finanzanlagevermögen vorgenommen.

Ergebnisentwicklung

Nachdem das Geschäftsjahr 2007 auf Grund von Wertberichtigungen im Public Portfolio und Sonderbelastungen deutlich negativ ausfiel, zeichnete sich im ersten Halbjahr 2008 auch ergebnisseitig eine deutliche Erholung ab. So konnte das EBITDA von 4,32 Mio. € um 16 % auf 5,02 Mio. € gesteigert werden. Diese Steigerung wurde erreicht, obwohl die sonstigen betrieblichen Aufwendungen sowie die Personalaufwendungen zusammen um 40 % über dem Vorjahresniveau lagen.

So sind die Personalaufwendungen im ersten Halbjahr 2008 um 0,09 Mio. € auf 0,76 Mio. € angestiegen. Hier sind Bonuszahlungen für Mitarbeiter berücksichtigt, die im ersten Halbjahr gezahlt wurden. Auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen sind bedingt durch die Exits von 0,59 Mio. € in 2007 auf 1,03 Mio. € angestiegen. Insbesondere Transaktions- und Exitkosten wie Beratungsaufwendungen sind darin enthalten. Die Aufwendungen für Finanzanlagen und Wertpapiere des Umlaufvermögens belaufen sich, bedingt durch die Abschreibungen auf Wertpapiere im Zuge der Kapitalmarkturbulenzen zu Beginn des Jahres, auf 0,84 Mio. € und liegen damit nahezu auf dem Niveau per Ende des ersten Quartals. Unterm Strich konnte TFG zum Halbjahr einen Periodenüberschuss in Höhe von 4,04 Mio. € erzielen. Das entspricht einem Ergebnis pro Aktie von 0,34 €, nach 0,27 € im Vorjahreszeitraum.

Prognosen

Das Management geht für das Gesamtjahr 2008 von einer erheblichen Steigerung der betrieblichen Erträge und einem operativen Gewinn im hohen einstelligen Millionen-Euro-Bereich aus. In dieser Erwartung enthalten sind neben den beiden im ersten Halbjahr getätigten Verkäufen, weitere Exits.

Bereits im zweiten Quartal 2008 meldete die Aurelia Private Equity, bei der TFG mit mehr als 20 % beteiligt ist, den Verkauf der Beteiligung an Bigpoint, einem führenden Anbieter von browserbasierten Onlinespielen. Durch die Beteiligung an Aurelia fließen TFG rund 4,16 Mio. € an liquiden Mitteln zu. Der Verkauf ist im ersten Halbjahr noch nicht ergebniswirksam, weil die Zustimmung der Kartellbehörden noch aussteht. Daher ist mit dem Zufluss erst im zweiten Halbjahr zu rechnen.

Angesichts dieser Entwicklung sind unsere bisherigen, konservativen Ertragsprognosen nach oben hin anzupassen. Allein die Halbjahreserträge zuzüglich dem Zufluss aus dem Bigpoint-Verkauf übersteigen unsere bisherigen Erwartungen von 10,50 Mio. €. Daher heben wir diese auf 14,00 Mio. € an. Die unternehmenseigenen Ergebniserwartungen für 2008 liegen bei einem hohen einstelligen Millionenbetrag bzw. einem Ergebnis pro Aktie von rund 0,80 €. Damit gehen wir davon aus, dass in 2008 noch weitere Exits geplant sind und auch realistischere durchgeführt werden können, da mehrere weitere Beteiligungen für ein Exit in Frage kommen könnten.

Nach unserer Einschätzung zählen zu diesem Kreis beispielsweise das Biotechnologieunternehmen Argos Therapeutics Inc. oder die Biotecon Diagnostics GmbH, ein Unternehmen für mikrobiologische und molekularbiologische Dienstleistungen. Aber auch ein Verkauf des Anteils an der börsennotierten Neue Sentimental Film AG halten wir in der naher Zukunft für möglich.

	2008e alt	in % alt	2008e neu	in % neu
Betriebliche Erträge gesamt	10,50	100,00 %	14,00	100,00 %
EBITDA	8,07	76,86 %	10,60	75,71 %
Jahresüberschuss	5,16	49,12 %	8,84	63,15 %
EPS	0,43		0,74	

Quelle: GBC

Auch ergebnisseitig heben wir unsere Schätzungen deutlich an. So ändern wir unsere EBITDA-Erwartung von zuvor 8,07 Mio. € auf 10,60 Mio. €. Die Personalkosten werden dabei erwartungsgemäß auf Grund von Bonuszahlungen an Mitarbeiter und erfolgsabhängiger Tantiemen höher ausfallen als bisher angenommen. Dagegen erwarten wir die sonstigen betrieblichen Aufwendungen im zweiten Halbjahr, trotz erwarteter weiterer Transaktions- und Exitkosten in einem leicht geringeren Umfang wie im ersten Halbjahr.

Von weiteren Abschreibungen auf Finanzanlagen und Wertpapiere des Public Portfolios sind wir im zweiten Halbjahr aus Vorsichtsgründen in Höhe von 0,15 Mio. € ausgegangen. Dabei ist dem weiterhin schwachen Börsenverlauf seit dem 30.06.2008 Rechnung getragen. Insgesamt erwarten wir die Ergebnisbelastung aus Abschreibungen auf Finanzanlagen und Wertpapiere für das Geschäftsjahr 2008 damit in Höhe von 1 Mio. €. Im Falle einer positiven Börsenentwicklung würden sich die Abschreibungen auf Finanzanlagen und Wertpapiere nicht weiter erhöhen, sondern auf dem Halbjahresniveau verharren.

Insgesamt gehen wir von einem stark steigenden Jahresüberschuss aus und korrigieren unsere bisherige Prognose von 5,16 Mio. € auf 8,84 Mio. €. Durch bestehende Verlustvorträge in Höhe von rund 50 Mio. € ist damit zu rechnen, dass der Steueraufwand sehr gering ausfallen wird. Pro Aktie entspricht der erwartete Jahresüberschuss einem Ergebnis von 0,74 €, nachdem wir zuvor 0,43 € erwarteten.

Bewertung

Die TFG wies zum 30.06.2008 einen Wert des Beteiligungsportfolios in Höhe von 36,29 Mio. € aus. Die börsennotierten Unternehmen sind dabei mit den Aktienkursen zum Stichtag 30.06.08 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. Insgesamt umfasst das Private Portfolio zum Bilanzstichtag 17 vorbörsliche Beteiligungen. Vom ausgewiesenen Wert des Beteiligungsportfolios haben wir sonstige kurzfristig gehaltene Wertpapiere im Wert von rund 0,96 Mio. € als Liquiditätsreserve klassifiziert und vom Beteiligungswert abgezogen, woraus sich ein korrigierter Wert des Beteiligungsportfolios von 35,34 Mio. € ergibt.

Im Public Portfolio wurden zum Stichtag neben 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 30.06.2008	Wert zum 30.06.2008
Neue Sentimental Film AG	0,80 €	744.522,40 €
Intica Systems AG	4,39 €	743.906,55 €
Easy Software AG	4,93 €	1.583.010,00 €
Ehlebracht AG	1,65 €	6.105.000,00 €
sonstige börsennotierte Unternehmen		2.136.012,83 €
Gesamtwert am 30.06.2008		11.312.451,78 €

Subtrahiert man nun den Wert des Public Portfolios vom korrigierten Gesamtwert des Beteiligungsportfolios zum 30.06.2008, erhält man den isolierten Wert des Private Portfolios in Höhe von 24,02 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 04.09.2008	Wert zum 04.09.2008
Neue Sentimental Film AG	0,77 €	716.602,81 €
Intica Systems AG	4,55 €	771.020,25 €
Easy Software AG	4,22 €	1.355.029,34 €
Ehlebracht AG	1,68 €	6.216.000,00 €
sonstige börsennotierte Unternehmen		2.449.773,49 €
Gesamtwert am 04.09.2008		11.508.425,89 €

Damit ergibt sich ein aktueller Wert des Gesamtportfolios von 35,53 Mio. €.

Wertzusammensetzung des Portfolios im Überblick:

Wert des Gesamtportfolios (korrigiert) zum 30.06.2008	35.335.425,00 €
- Wert des Public Portfolios zum 30.06.2008	11.312.451,78 €
= Wert des Private Portfolios zum 30.06.2008	24.022.973,22 €
Wert des Private Portfolios zum 04.09.2008	24.022.973,22 €
+ Wert des Public Portfolios zum 04.09.2008	11.508.425,89 €
= Wert des Gesamtportfolios zum 04.09.2008	35.531.399,11 €

Wert des Gesamtportfolios liegt zum 04.09.08 bei 35,53 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 30.06.2008 auf -0,55 Mio. €. Die zuvor abgezogenen sonstigen Wertpapiere, die als Liquiditätsposition eingestuft sind, müssen zudem nun wieder hinzugezogen werden. Auch die Veräußerung des Anteils an Bigpoint durch die Aurelia Private Equity ist mit dem Zufluss von rund 4,16 Mio. € berücksichtigt.

Schließlich müssen in die Bewertung die Kosten der Holding einbezogen werden. Die Kosten der Holding beinhalten administrative Kosten. 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 30.06.2008 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. In Folge haben wir die durchschnittlich anfallenden Holdingkosten monatsanteilig verteilt. Die angefallenen Kosten für Juli bis September 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 Juli 2008 - September 2008			382.500 €

Der sich ergebende Wert des Eigenkapitals beläuft sich unter diesen Prämissen auf 40,81 Mio. €, was 3,43 € pro Aktie entspricht.

Berechnung des fairen Wertes pro Aktie im Überblick:

Wert des Gesamtportfolios	35.531.399,11 €
- Nettoschulden (30.06.08)	-549.885,38 €
+ Liquiditätsreserve (sonstige Wertpapiere)	955.000 €
+ Ertrag Verkauf Bigpoint durch Aurelia Private Equity	4.160.000 €
- Kosten der Holding (01.07.08 - 30.09.08)	382.500 €
= Fairer Wert des Eigenkapitals	40.813.784,49 €
/ Anzahl Aktien	11.898.500
= fairer Wert pro Aktie	3,43 €

Fairer Wert pro Aktie liegt bei 3,43 €

Ausblick und Fazit

Die TFG Capital AG konnte im ersten Halbjahr 2008 einen sehr guten Newsflow aufweisen und vermeldete mehrere Exits. Nachdem zuerst die Kisters AG mit einem Gesamtertrag von 4,04 Mio. € veräußert wurde, folgte im Anschluss der Verkauf der Anteile an der KSR Kuebler AG, was einen Ertrag von 1,96 Mio. € einbrachte.

Zudem wurde im Halbjahresbericht angekündigt, dass ein weiterer wesentlicher Ertrag noch im zweiten Halbjahr zufließen wird. Die Aurelia Private Equity, an der TFG rund 20 % der Anteile hält, veräußerte ihre Beteiligung an Bigpoint, einem der führenden Anbieter für browserbasierte Onlinespiele. Aus dieser Veräußerung werden der TFG nochmals 4,16 Mio. € zufließen.

In einem Interview äußerte sich Vorstand Udo Treichel zudem zuletzt sehr optimistisch, was den weiteren Verlauf des Geschäftsjahres 2008 angeht. Demnach sind weitere Beteiligungen reif für ein Exit und könnten noch in diesem Jahr veräußert werden. Entsprechend diesem Ausblick erwähnte Herr Treichel ein Zielergebnis auf Jahresüberschussbasis in einem hohen einstelligen Millionenbereich bzw. von rund 0,80 € pro Aktie.

Gemäß dem guten Verlauf des ersten Halbjahres und der guten Perspektiven für die zweite Jahreshälfte haben wir unsere Ertrags- und Ergebnisprognosen nach oben angepasst. Wir erwarten nun betriebliche Erträge in Höhe von 14,00 Mio. € und einen Jahresüberschuss von 8,84 Mio. € bzw. 0,74 € pro Aktie. Unsere Ergebnisschätzung ist damit leicht konservativer als die unternehmenseigenen Erwartungen.

Der gute Ausblick auf das laufende Geschäftsjahr hat sich auch bereits im Kursverlauf der Aktie bemerkbar gemacht. Diese konnte den seit Beginn des Jahres anhaltenden Abwärtstrend unterbrechen und seit dem diesjährigen Tiefpunkt im April bereits wieder um 35 % zulegen. Auch das Handelsvolumen hat sich in den vergangenen Tagen deutlich erhöht.

Den Kursanstieg halten wir für gerechtfertigt, denn den fairen Wert pro Aktie sehen wir derzeit bei 3,43 € und passen diesen daher von zuvor 3,17 € um 8,2 % nach oben an. Das Rating lautet damit unverändert Kaufen.

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 damit ermittelten 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. Erfolgt eine Bewertung nach der Sum of the Parts-Methode, ist das Rating als Stichtagsbetrachtung zu sehen.

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. Aktiensplitts, 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