

26.11.2008

TFG Capital AG^{(5)*}

KAUFEN

Fairer Wert: 3,15 €

Kurs zum 25.11.2008,
11:08 Uhr: 1,75 €

**Letztes Rating
(Fairer Wert):**

KAUFEN (3,43 €)

**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. 5

Unternehmensprofil:

Branche: Beteiligungen

Mitarbeiter: 6

Fokus: kleine und mittelständische Unternehmen in der Expansionsphase

Firmensitz: Marl, D

Gründung: 1994

Vorstand: Herr Udo Treichel

WKN: 744950

744950 TFG, Tageschart [Close] - 29.11.2007 - 25.11.2008 - 1.75

EUR

ISIN: DE0007449506

Börsenkürzel: TFG

Anzahl Aktien: 11,898 Mio.

Marktkap.: 20,82 Mio. €

Streubesitz: 66,51 %

52 W Hoch: 2,55 €

52 W Tief: 1,41 €

Durchs. Tagesvolumen : 43.527 €.*

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



In Mio. €	9M 2007	9M 2008	Veränderung
Betriebliche Erträge	5,976	11,377	+90,38 %
EBITDA	4,445	8,839	+98,85 %
EBIT	2,723	5,301	+94,67 %
Jahresüberschuss	2,335	5,236	+124,24 %

**Schwierige Marktlage macht weitere Exits in 2008 fast unmöglich +++
Prognosen zurückgenommen +++ Fairer Wert um 8 % gesenkt**

Noch im September 2008 stimmten die Regulierungsbehörden dem geplanten Verkauf der Bigpoint GmbH zu. Bereits zum Halbjahr war die Veräußerung bekannt gegeben worden, stand aber noch unter der aufschiebenden Zustimmungsbefreiung der Behörden. Damit wurde die Transaktion noch im dritten Quartal erfolgswirksam. TFG war an der Bigpoint indirekt über den Venture Capital Fonds der Aurelia Private Equity beteiligt. 20 % der Anteile der Aurelia Private Equity hält TFG. Aus der Transaktion resultierte für die TFG ein Ertrag von 4,91 Mio. €. Davon wurde eine Ausschüttung von 3,71 Mio. € liquiditätswirksam. Bereits im ersten Halbjahr 2008 leisteten die Veräußerungen der Kisters AG sowie der KSR Kuebler AG gute Ertrags- und Ergebnisbeiträge.

Entsprechend erhöhten sich die betrieblichen Erträge im bisherigen Geschäftsjahresverlauf gegenüber dem Vorjahr kräftig und lagen zum 30.09.2008 bei 11,38 Mio. € bzw. um 90,4 % über dem Vorjahresniveau. Auch ergebnisseitig konnten deutliche Steigerungen gegenüber 2007 erzielt werden. So lag das EBITDA mit 8,84 Mio. € um 98,9 % über dem Vorjahreswert. Diese Steigerung konnte trotz erhöhter sonstiger betrieblicher Aufwendungen und Personalaufwendungen erreicht werden. Der Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen ist im Zusammenhang mit den Exits in Form von Transaktions- und Beratungskosten zu sehen. Zudem wurden im ersten Halbjahr Bonuszahlungen an Mitarbeiter geleistet.

Ein starker Anstieg musste im dritten Quartal bei den Abschreibungen auf Finanzanlagen und Wertpapiere verzeichnet werden. Im Zuge der Kapitalmarkturbulenzen im September mussten allein im dritten Quartal über 2,50 Mio. € hauptsächlich auf das Public Portfolio abgeschrieben werden. Im gesamten Jahresverlauf summierten sich die Abschreibungen auf über 3,50 Mio. €. Das EBIT fiel mit 5,30 Mio. € dennoch um +94,7 % deutlich über dem Vorjahreswert aus. Auch das Periodenergebnis fiel mit 5,24 Mio. € um 124,2 % über dem Vorjahreswert von 2,34 Mio. € aus.

Entsprechend der schwachen Kapitalmarktentwicklung und der sich verlangsamenden konjunkturellen Entwicklung entwickelte sich der Wert des Beteiligungsportfolios rückläufig. Zum 30.06.08 lag dieser noch bei 3,05 € und reduzierte sich zum 30.09.08 um 8,5 % auf 2,79 €. Auch der Net-Asset-Value (NAV) verringerte sich entsprechend im dritten Quartal von 3,34 € auf 3,18 €.

Auf Grund des anhaltend schwierigen Marktumfeldes war nicht nur der Wert des Portfolios, insbesondere des Public Portfolios, weiter rückläufig. Auch der Ausblick auf das vierte Quartal gestaltet sich schwierig. Im Zuge der Kapitalmarkturbulenzen halten sich Finanzinvestoren und Strategen derzeit sehr zurück und verschieben geplante Beteiligungskäufe vorerst. Auch die restriktiveren Finanzierungsanforderungen der Banken lassen Transaktionen derzeit stocken. Aus diesem Grund sind weitere bisher geplante Exits der TFG in diesem Jahr unseres Erachtens wohl nicht mehr möglich.

Die bisherigen Prognosen der TFG, die zum Halbjahr ausgegeben wurden, lassen sich damit voraussichtlich nicht mehr halten. Zunächst war von einem Gewinn im hohen einstelligen Millionenbereich bzw. einem Ergebnis pro Aktie von 0,80 € ausgegangen worden. Entsprechend den Umständen wurde diese Prognose nun nach unten korrigiert, so dass nun nur noch von einem Gewinn in einem mittleren einstelligen Millionenbereich ausgegangen wird.

Auch wir nehmen daher unsere Erwartungen für das Gesamtjahr zurück. Für das vierte Quartal gehen wir zunächst davon aus, dass es zu keinen weiteren Exits kommt. Die betrieblichen Erträge sollten daher in etwa auf Höhe des 9-Monatsniveaus liegen. Auch gehen wir davon aus, dass es zu weiteren Abschreibungen auf Wertpapiere kommt, da sich keine Verbesserung der Marktlage abzeichnet. Daher reduzieren wir unsere Nettoergebnisprognose von zuvor 8,84 Mio. € auf nunmehr 4,07 Mio. €.

In Mio. €	2008e (alt)	2008e (neu)
Betriebliche Erträge	14,00	11,50
EBITDA	10,60	8,51
EBIT	9,57	4,48
Jahresüberschuss	8,84	4,07

In der Folge der Wertrückgänge, vornehmlich im Public Portfolio, reduziert sich der von uns errechnete faire Wert pro Aktie von zuvor 3,43 € um 8,2 % auf nunmehr 3,15 €. Dennoch besteht auf dem aktuellen Kursniveau von 1,75 € noch ein großes Aufwärtspotenzial.

Auch die Forcierung der neuen strategischen Ausrichtung sollte dazu beitragen, dass Werte gehoben werden. So soll die TFG in zwei rechtlich eigenständige Gesellschaften und im Zuge dessen das Portfolio in ein Public sowie ein Private Portfolio geteilt werden. Im nächsten Jahr ist diese Veränderung bereits geplant und dient der Fokussierung auf börsennotierte Beteiligungen sowie der Einsparung von Kosten. Vom Private Portfolio soll sich mittelfristig getrennt werden. Bei den börsennotierten Beteiligungen strebt TFG in Zukunft eine Mindestbeteiligung von 10 % und eine aktivere Einflussnahme, etwa durch Aufsichtsratsmandate, an.

Darüber hinaus hat die TFG für den 22. Dezember 2008 zu einer außerordentlichen Hauptversammlung einberufen. Maßgeblicher Tagesordnungspunkt der Hauptversammlung soll die Beendigung der Streitigkeiten mit ehemaligen Vorständen und Aufsichtsräten der TFG sein. TFG hatte in der Vergangenheit Klage auf Schadensersatz gegen ehemalige Vorstände und Aufsichtsräte erhoben, mit dem Hintergrund strittiger Unternehmenstransaktionen im Jahr 2000. Nun soll sich per Vergleich geeinigt werden und der TFG insgesamt 4 Mio. € an Vergleichszahlungen zufließen. Abzüglich der Verfahrenskosten würden der TFG liquide Mittel von 3,5 Mio. € zufließen und ein außerordentlicher Ertrag aus Rückstellungsaufösungen von 5,7 Mio. € entstehen. Sämtliche Beteiligten haben dem Vergleichsangebot bereits zugestimmt. Nun fehlt lediglich noch der Beschluss der Hauptversammlung. Dies würde die TFG einen weiteren großen Schritt nach vorne bringen.

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. 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