

## Alfmeier

Reuters: A1FP.DE

Bloomberg: ALFPAE Corp

ISIN: DE000A1X3MA5

WKN: A1X3MA

Credit Research

### Neue Rekordwerte bei Umsatz und Ergebnis

Alfmeier zählt zu den wenigen Emittenten von Mittelstandsanleihen, die ihre Versprechungen zum Zeitpunkt der Anleiheemission eingehalten bzw. übererfüllt haben. Dies dokumentiert sich auch in der Ratingnote, die seit dem Emissionszeitpunkt stabil bei BB steht und eine im Peergroup-Vergleich mit anderen Industrieunternehmen überdurchschnittlich gute Bonität impliziert. Angesichts der jüngsten Ertragsentwicklung und einer von uns erwarteten anhaltenden Verbesserung der Bilanzqualität sehen wir Spielraum für mittelfristige Ratingverbesserungen.

#### Rückblick auf das Geschäftsjahr 2015

Im vergangenen Jahr konnte Alfmeier bei Umsatz und operativem Ertrag jeweils neue Rekordwerte erzielen und unsere Erwartungen sowie die Management-Guidance deutlich übertreffen. Überdurchschnittlich entwickelten sich der Produktionsbereich und das Segment Seating Comfort, in denen die Erlöse um 16,6% bzw. 35,3% gesteigert wurden. Ursächlich hierfür waren vor allem eine anhaltend boomende Auto-konjunktur, Produktneuanläufe und Wechselkurseffekte aus der Euro-Abwertung. Die Eigenkapitalquote lag mit zuletzt 25,3% im für ein Produktionsunternehmen wie Alfmeier aus-kömmlichen Bereich.

#### Guidance 2016e

Für das laufende Geschäftsjahr 2016e rechnet das Management mit einem im Vergleich zum Vorjahr unveränderten Konzernumsatz. Bereinigt um die Dekonsolidierungseffekte aus der Veräußerung des US-Standortes Anderson (Umsatz 2015: USD ~13 Mio.) errechnet sich ein erwartetes Umsatzwachstum von 4,6%. Bei der EBIT-Marge rechnet das Management mit einem Anstieg auf rund 5% der Konzernumsätze (Vorjahr: 3,0%), was einem operativen Ergebnis von etwa EUR 13,5 Mio. entspricht. Schließlich wird mit einem leicht positiven freien Cashflow gerechnet.

#### Bis 2018e deutlicher Umsatz- und Ergebnisanstieg

Bis zur erwarteten Tilgung der Mittelstandsanleihe im Jahr 2018e modellieren wir durchschnittliche jährliche Umsatzwachstumsraten von 2,9%. In dieser Prognose bleibt Seating Comfort mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate 2015-18e von 5,9% der am stärksten wachsende Geschäftsbereich. Beim EBIT rechnen wir im laufenden Jahr im Einklang mit der Guidance mit einem Anstieg auf EUR 13,6 Mio. (+66,5% YoY) und bis 2018e mit einer weiteren Verbesserung auf EUR 17,5 Mio. (CAGR 2015-18e: 28,9%). Durch die erwartete Thesaurierung der Freien Cashflows gehen wir davon aus, dass sich die Eigenkapitalquote von 25,3% zum Jahresende 2015 auf bis zu 39,6% (2018e) verbessern wird. Damit sollten die Voraussetzungen für eine erfolgreiche Tilgung der Anleihe gegeben sein.

#### Schwächen und Risiken aus dem Geschäftsmodell

Aus dem Geschäftsmodell sehen wir Risiken insbesondere (1) in einem grundsätzlich zyklischen Geschäftsmodell mit hoher Wettbewerbsintensität, (2) in Abhängigkeiten von Großkunden mit größerer Finanzkraft als Alfmeier und (3) in branchentypischen Gewährleistungs-, Schadenersatz- und Haftungsrisiken.

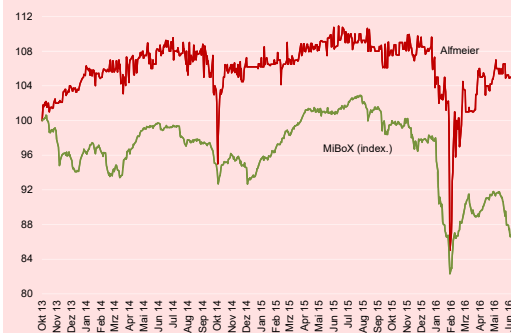
Kurs:	105,00%
Effektivverzinsung:	4,81%
Aktuelles Unternehmens-Rating:	BB watch (Creditreform)
Aktuelles Anleihe-Rating:	n/a
Handelssegment:	Entry Standard für Anleihen
Nominalzins:	7,50%
Zinszahlungstermine:	Jährlich zum 29.10.
Volumen:	EUR 30,0 Mio.
davon platziert:	EUR 30,0 Mio.
Laufzeitende:	29.10.2018 (5 Jahre)

EUR Mio. (31/12)	2014	2015	2016e	2017e
Umsatz	233,8	270,7	270,8	284,0
Rohhertrag	49,0	56,3	55,9	59,8
EBITDA	16,0	17,4	24,4	26,6
EBIT	8,0	8,2	13,6	15,5
EBT	2,8	2,2	6,8	9,2
EAT	1,9	0,7	4,8	6,4

YoY (%)	2014	2015	2016e	2017e
Umsatz	10,4%	15,8%	0,1%	4,9%
Rohhertrag	17,7%	14,9%	-0,7%	6,9%
EBITDA	35,0%	8,2%	40,7%	8,7%
EBIT	59,4%	2,3%	66,5%	14,1%
EBT	25,9%	-20,6%	210,1%	34,7%
EAT	85,6%	-63,9%	607,0%	34,7%

EUR Mio.	2014	2015	2016e	2017e
Eigenkapital	31,0	34,2	36,9	43,4
Zinstragende Verb.	51,3	62,5	62,4	61,9
Nettoverschuldung	42,3	44,2	45,4	41,2

x	2014	2015	2016e	2017e
EBITDA ICR	4,00x	4,29x	4,96x	5,68x
EBIT ICR	1,99x	2,02x	2,76x	3,32x
Total Debt/EBITDA	3,20x	3,60x	2,56x	2,33x
Net Debt/EBITDA	2,64x	2,55x	1,86x	1,55x
Risk Bearing Captl.	0,27x	0,25x	0,27x	0,30x
Total Debt/Capital	0,62x	0,65x	0,63x	0,59x



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

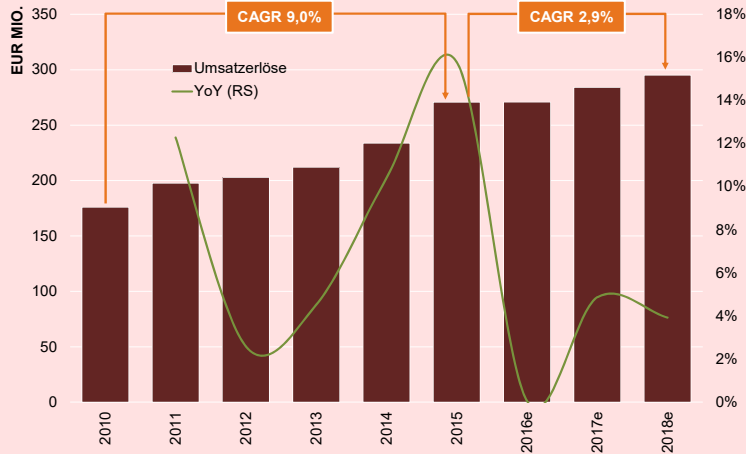
Peter Thilo Hasler, CEFA

+ 49 (89) 74443558 / +49 (0152) 31764553

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

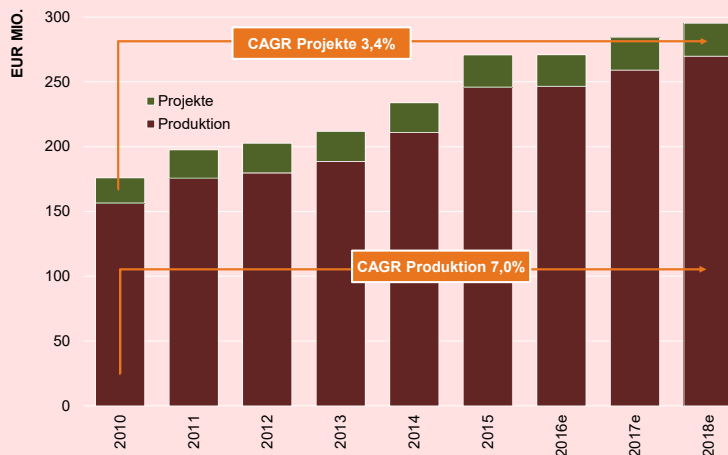
# Business Profile

## UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM



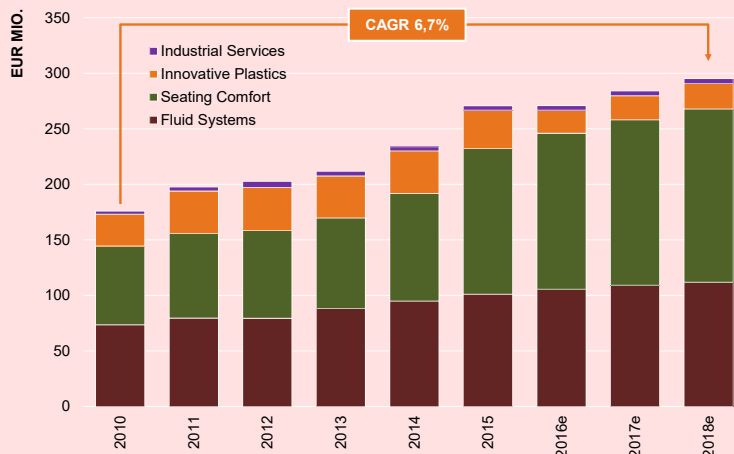
Von 2010 bis 2015 lag das durchschnittliche jährliche Umsatzwachstum bei 9,0% und damit deutlich über den in der Automobilindustrie ansonsten beobachtbaren Werten. Bedingt durch die Dekonsolidierung des US-Standortes Anderson, die einen negativen Umsatzeffekt von etwa EUR 11,8 Mio. hat, rechnen wir in den kommenden drei Jahren mit durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten (CAGR) von 2,9%.

## UMSATZ NACH SEGMENTEN



Alfmeier erwirtschaftet Produktions- und Projekterlöse – letztere allerdings mit beabsichtigt rückläufiger Tendenz. Im vergangenen Jahr wurden daher mit Projekten nur noch 9,2% der Konzernerlöse erwirtschaftet; die verbleibenden 90,8% wurden im (tendenziell höhermargigen) Produktionssegment erwirtschaftet.

## UMSATZ NACH GESCHÄFTSBEREICHEN

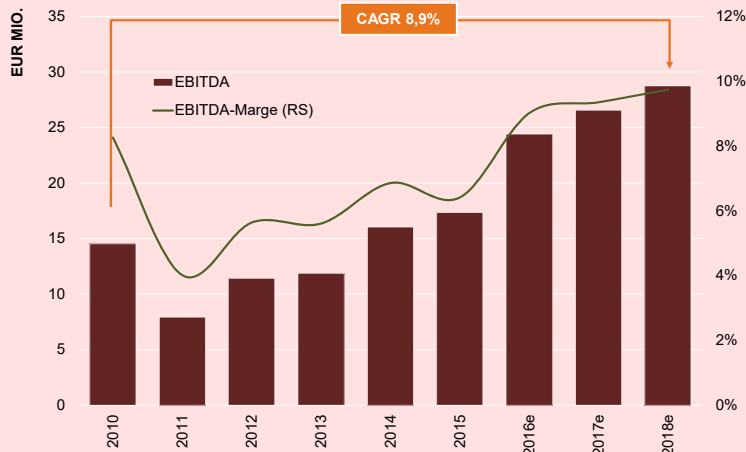


Wir gehen davon aus, dass der Bereich Seating Comfort seine Bedeutung am Geschäftsvolumen des Alfmeier-Konzerns weiter ausbauen wird. Damit wird Seating Comfort bis 2018e seinen Erlösanteil auf dann 52,8% ausbauen (Vorjahr: 48,5%).

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

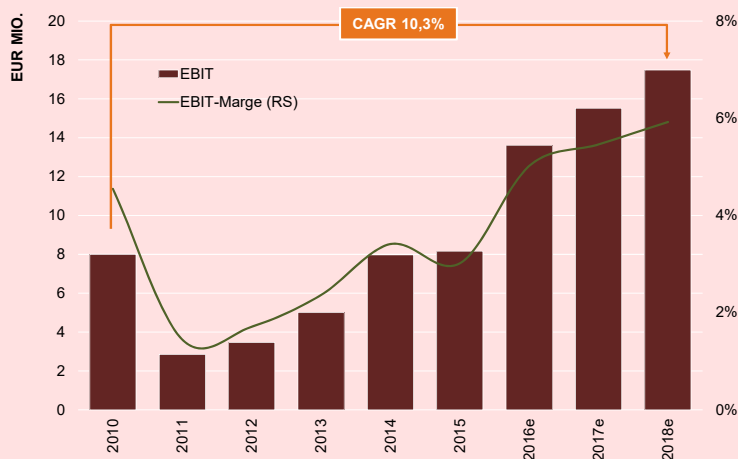
## Business Profile (Forts.)

### EBITDA UND EBITDA-MARGE



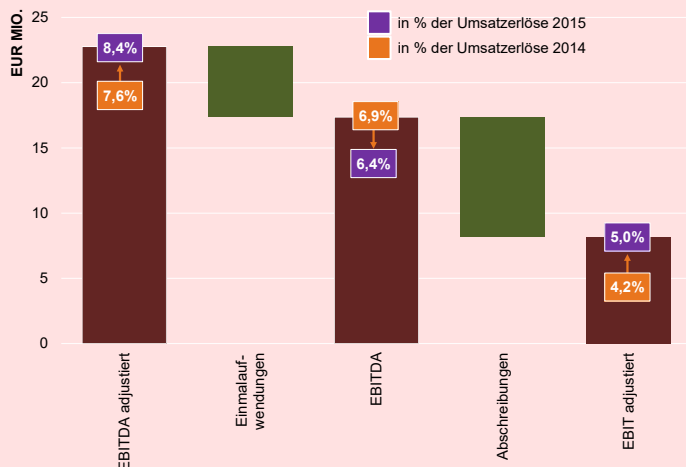
Beim EBITDA konnte im vergangenen Jahr ein neuer Rekordwert erreicht werden. Bedingt durch Einmaleffekte war die EBITDA-Marge im Jahresvergleich jedoch leicht rückläufig. Für 2016e rechnen wir mit einer Fortsetzung des Trends und neuen Rekordwerten bei EBITDA und EBITDA-Marge.

### EBIT UND EBIT-MARGE



Infolge einer nahezu konstanten Abschreibungsquote wird sich das operative Ergebnis parallel zum EBITDA entwickeln. Für 2018e rechnen wir mit einem Anstieg des EBIT auf dann EUR 17,5 Mio. Dies entspricht einer EBIT-Marge von 5,9%. Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate beim EBIT für den Zeitraum 2010-18e liegt damit bei 10,3%.

### AUSWIRKUNG VON EINMALEFFEKTEN AUF EBITDA- UND EBIT-MARGE

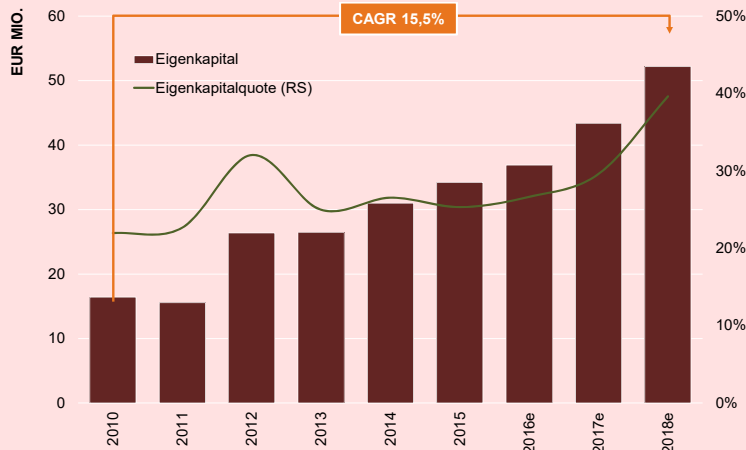


Die Restrukturierungsaufwendungen aus der Schließung des US-Standortes Anderson und aus der Restrukturierung des Standortes im oberpfälzischen Roding summierten sich im vergangenen Jahr auf EUR 5,4 Mio. Bereinigt um diese Einmaleffekte wären EBITDA- und EBIT-Marge im vergangenen Jahr angestiegen und nicht zurückgegangen.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

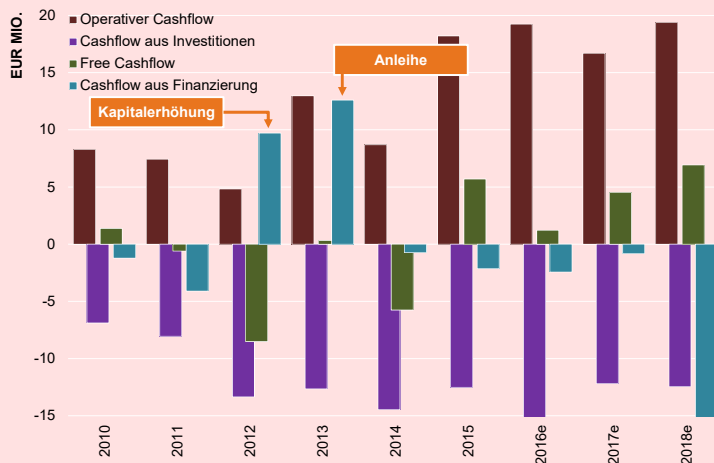
## Business Profile (Forts.)

### EIGENKAPITAL UND EIGENKAPITALQUOTE



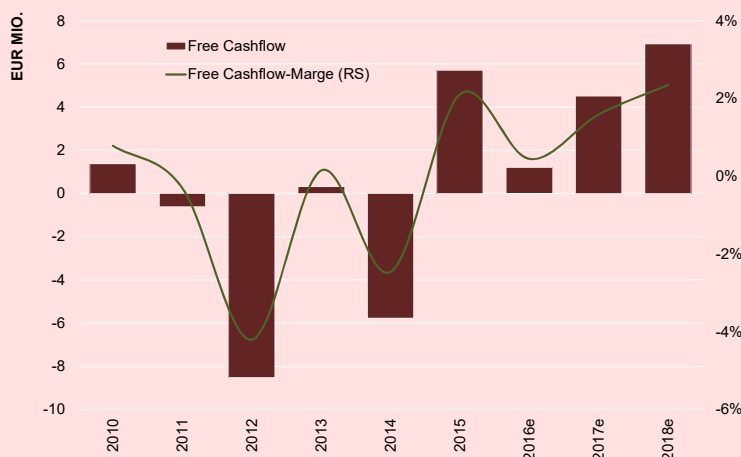
Die Eigenkapitalquote wies 2015 mit 25,3% einen für Automobilzulieferer auskömmlichen Wert auf und wird sich durch die erwartete Margenverbesserung und Thesaurierung der Erträge im Schätzungszeitraum weiter verbessern. Das Gearing als Verhältnis aus Nettoverschuldung und Eigenkapital wird vor dem Hintergrund der von uns erwarteten rückläufigen Verschuldung bis zum Jahr 2018e auf dann 66,3% zurückgehen.

### CASHFLOW



Das Geschäftsmodell von Alfmeier ist ausgesprochen kapitalintensiv: Das Anlagevermögen lag zum Jahresende 2015 mit EUR 55,5 Mio. bei 41,1% der Bilanzsumme. Die hohen Investitionen der vergangenen Geschäftsjahre (Ø 2010-15 EUR 10,4 Mio. p. a.) konnten durch eine Kapitalerhöhung, die Thesaurierung des operativen Cashflows und die Begebung einer Mittelstandsanleihe sowie eines Schuldscheindarlehens finanziert werden.

### FREE CASHFLOW UND FCF-MARGE

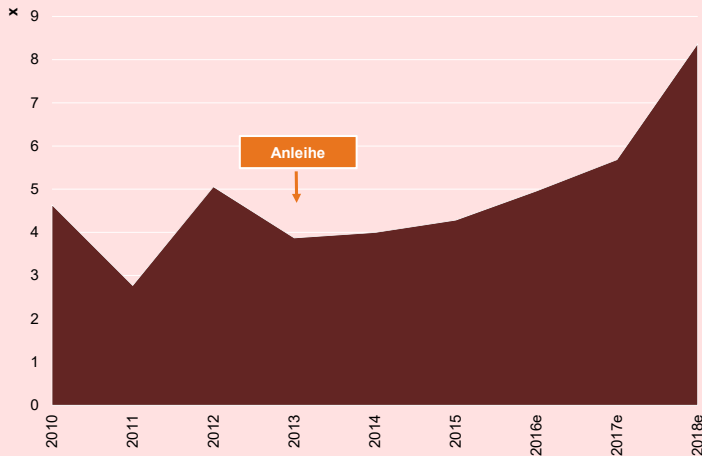


Für die kommenden drei Jahre rechnen wir mit anhaltend positiven freien Cashflows. Bis 2018e erwarten wir einen Anstieg der freien Cashflows auf dann EUR 6,9 Mio., was einer FCF-Marge von 2,3% entspricht. Dies ist gleichzeitig der höchste Wert innerhalb unseres Beobachtungszeitraums.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

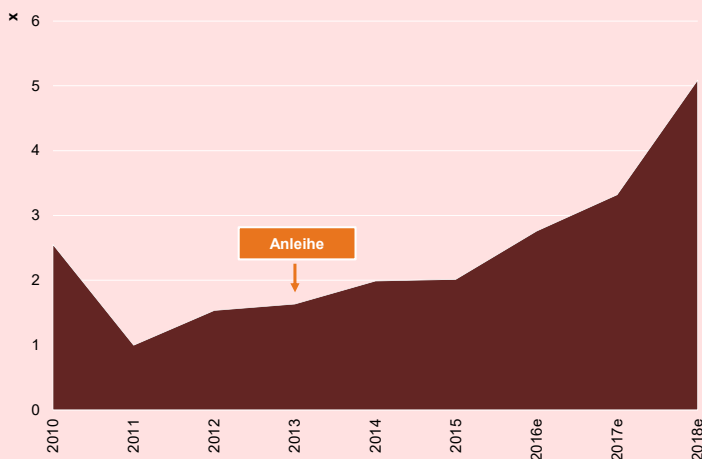
## Analyse der DVFA-Kennzahlen

### KAPITALDIENSTDECKUNG: EBITDA-ZINSDECKUNGSGRAD



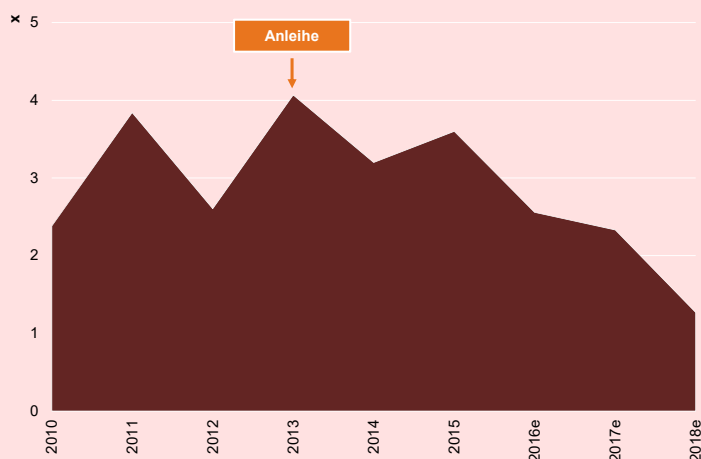
Das Verhältnis von EBITDA zu Zinsaufwand lag im vergangenen Jahr bei auskömmlichen 4,29x. In den folgenden drei Jahren wird der Zinsdeckungsgrad nach u. E. auf den Spitzenwert von 8,37x sukzessive ansteigen.

### KAPITALDIENSTDECKUNG: EBIT-ZINSDECKUNGSGRAD



Das Verhältnis von EBIT zu Zinsaufwand lag im vergangenen Jahr bei 2,02 (Vorjahr: 1,99x). Für das laufende Jahr rechnen wir mit einem weiteren deutlichen Anstieg des EBIT-Zinsdeckungsgrades auf 2,76x, für die nachfolgenden Jahre auf bis zu 5,09x (2018e).

### VERSCHULDUNGSGRAD: BRUTTOVERSCHULDUNG/EBITDA

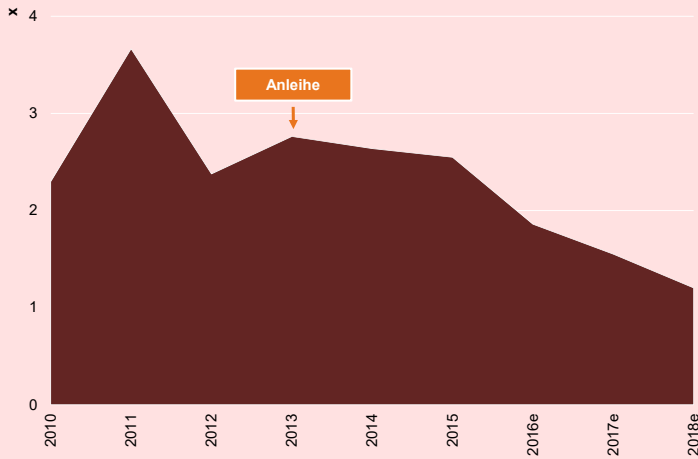


Wir rechnen damit, dass Alfmeier zu Ende der Anleihelaufzeit 2018e die Bruttoverschuldung sukzessive abbauen wird. Das Verhältnis aus Bruttoverschuldung zu EBITDA wird u. E. 2018e bei nur noch 1,27x liegen. Für Anleihegläubiger besteht damit eine hohe Wahrscheinlichkeit auf Tilgung der Anleihe.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

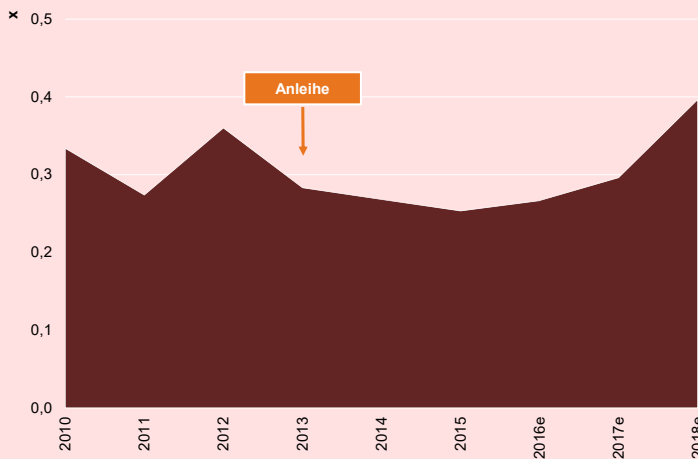
## Analyse der DVFA-Kennzahlen (Forts.)

### VERSCHULDUNGSGRAD: NETTOVERSCHULDUNG/EBITDA



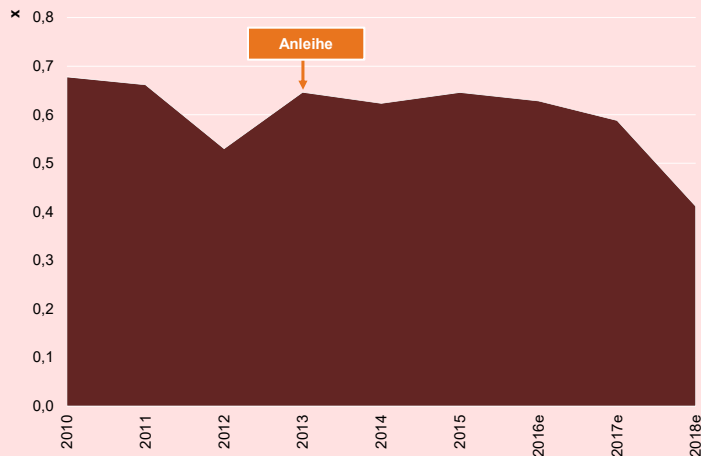
Das Verhältnis von Nettofinanzverbindlichkeiten zu EBITDA unterstützt unsere Einschätzung, wonach Alfmeier die Anleihe aus den bis 2018e erwirtschafteten Cashflows sowie den dann freien KK-Linien zurückzahlen kann.

### KAPITALSTRUKTUR: RISK BEARING CAPITAL



Das Verhältnis aus Haftmittel zu modifizierter Bilanzsumme (Risk Bearing Capital) steigt im Prognosezeitraum sukzessive auf 0,40x (2018e) von 0,25x (2015) an.

### KAPITALSTRUKTUR: TOTAL DEBT/CAPITAL



Das Verhältnis aus Gesamtverschuldung zu Gesamtkapital wird sich bis zum Ende des Prognosehorizonts nach u. E. auf 0,41x (2018e) von 0,65 (2015) verringern.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Im Geschäftsjahr 2015 auf neuem Rekordniveau

Im vergangenen Geschäftsjahr konnte Alfmeier Umsatz- und Ertragslage deutlich verbessern und durch die Bank neue Rekordwerte erzielen. Überdurchschnittlich entwickelten sich der Produktionsbereich und das Segment Seating Comfort, in denen die Erlöse im Jahresvergleich um 16,6% bzw. 35,3% gesteigert werden konnten. Unsere Erwartungen und auch die Management-Guidance konnten damit deutlich übertroffen werden. Ursächlich hierfür waren vor allem eine anhaltend boomende Autokonjunktur, Neuanläufe und Wechselkurseffekte aus der Euro-Abwertung. Die Eigenkapitalquote lag zum Jahresende mit 25,3% im auskömmlichen Bereich. Die Management-Guidance für das laufende Jahr sieht eine neuerliche deutliche Verbesserung bei bereinigtem Umsatz und EBIT-Marge vor.

### Konzernumsatz überraschend deutlich über dem Vorjahreswert

Im vergangenen Jahr konnte Alfmeier die **Umsätze** auf EUR 270,7 Mio. von EUR 233,8 Mio. im Vorjahr um 15,8% steigern. Ein Blick auf die Entwicklung im Jahresverlauf zeigt, dass sich die Wachstumsdynamik im zweiten Halbjahr sogar nochmals deutlich beschleunigt hat: Während die Erlöse im ersten Halbjahr „nur“ um 10,9% anstiegen, lag die Wachstumsrate im zweiten Halbjahr mit 20,6% fast doppelt so hoch. Mit diesem Ergebnis konnte die Guidance des Managements, die auf Gesamtjahressicht ein Wachstum um etwa 10% auf dann EUR 257 Mio. vorgesehen hatte, deutlich übertroffen werden.

Verantwortlich für dieses überraschende Umsatzwachstum war erneut der **Produktionsbereich**, in dem die Erlöse um 16,6% auf EUR 245,9 Mio. (Vorjahr: EUR 210,9 Mio.) gesteigert werden konnte. Während der **Projektbereich**, in dem Aufträge im Werkzeugbau und in vorgelagerten Entwicklungsprojekten realisiert werden, im Jahr 2014 nahezu unverändert geblieben war, konnte Alfmeier 2015 auch hier die Erlöse deutlich (+8,4% YoY) steigern. Begünstigt von Währungseffekten aus der Euro-Abwertung entwickelten sich regional vor allem die Umsätze in den Regionen Amerika und Asien mit einem Zuwachs von mehr als 50% bzw. mehr als 30% deutlich besser als der Konzerndurchschnitt.

TABELLE 1: UMSATZ NACH BEREICHEN

		2013	2014	2015
<b>Konzernumsätze</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>211,8</b>	<b>233,8</b>	<b>270,7</b>
Produktionsumsätze	EUR Mio.	188,6	210,9	245,9
Projektumsätze	EUR Mio.	23,2	22,9	24,8
<b>Anteile</b>		<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Produktion	%	89,1%	90,2%	90,8%
Projekte	%	10,9%	9,8%	9,2%
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>4,5%</b>	<b>10,4%</b>	<b>15,8%</b>
Produktion	%	4,9%	11,8%	16,6%
Projekte	%	1,5%	-1,2%	8,4%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Umsatz nach Segmenten

Im Bereich **Seating Comfort**, in dem Alfmeier statische und dynamische Sitzkomfortsysteme sowie kundenspezifische Kopfstützensysteme für die Automobilindustrie produziert und vertreibt und global die führende Marktstellung einnimmt, ist es gelungen, die bereits hohe Wachstumsdynamik des Vorjahres nochmals zu beschleunigen. Insgesamt konnten die Erlöse im vergangenen Jahr um 35,3% YoY auf EUR 131,2 Mio. (Vorjahr: EUR 97,0 Mio.) gesteigert werden. Verantwortlich für dieses weit überdurchschnittliche Wachstum waren neben deutlich höheren Absatzzahlen der drei deutschen Premium-Hersteller Audi, BMW und Mercedes-Benz auch Produktneuanläufe und Wechselkurseffekte, insbesondere gegenüber dem USD und dem RMB.

Umsatzanteil 2015: 48,5%  
(2014: 41,5%)

Im Geschäftsbereich **Fluid Systems** (Hydraulik und Pneumatik), dem ursprünglichen Kerngeschäft Alfmeiers, wo ein breit gefächertes Produktportfolio an Präzisions-Ventilbaugruppen aus technischen Kunststoffen und Elastomeren für den sogenannten „Power Train“ (Antriebsstrang) – aber auch für automobildferne Lösungen entwickelt, produziert und vertrieben wird, konnten die Erlöse um 6,6% auf EUR 101,2 Mio. (Vorjahr: EUR 94,9 Mio.) gesteigert werden. Mit einem Marktanteil von über 50,0% in den relevanten Triade-Märkten sieht sich Alfmeier im Produktbereich Bremskraftverstärkung als klarer Weltmarktführer, was durch eine Vielzahl vollautomatisierter Fertigungsanlagen gestützt und zahlreiche Patente belegt wird. Eine vergleichbare Marktstellung hat Alfmeier auch bei Tankbe- und -entlüftungssystemen, dem für Alfmeier umsatzstärksten Produktbereich inne.

Umsatzanteil 2015: 37,4% ,  
(2014: 40,6%)

Im Bereich **Innovative Plastics**, in dem die Entwicklung, der Werkzeugbau, der Präzisionsspritzguss und die Reinraumfertigung für die Branchen Automotive, Elektronik, Telekommunikation und Medizintechnik angeboten werden, gingen im vergangenen Jahr die Erlöse um -9,9% auf EUR 34,4 Mio. (Vorjahr: EUR 38,2 Mio.) zurück. Ein Teil dieses Rückgangs ist auf eine bewusste Bereinigung der Kundenbeziehungen mit der nordamerikanischen Automobilindustrie zurückzuführen, ein Teil auf rückläufige Volumina mit europäischen Großkunden. Als Konsequenz dieser Entwicklungen wurden zum einen der US-Standort Anderson mit Umsätzen von USD 13 Mio. und einem operativen Ergebnis von USD 0,6 Mio. (jeweils 2015) verkauft, so dass sich Alfmeier in den USA zukünftig auf die Bereiche Sitzkomfort und Fluid Systems fokussiert. Zum anderen wurde der deutsche Standort in Roding (Oberpfalz) restrukturiert und noch stärker auf Medizintechnik-Kunden ausgerichtet.

Umsatzanteil 2015: 12,7%  
(2014: 16,3%)

**TABELLE 2: UMSATZ NACH SEGMENTEN**

		2013	2014	2015
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>211,8</b>	<b>233,8</b>	<b>270,7</b>
Fluid Systems	EUR Mio.	88,3	94,9	101,2
Seating Comfort	EUR Mio.	81,4	97,0	131,2
Innovative Plastics	EUR Mio.	37,8	38,2	34,4
Industrial Services	EUR Mio.	4,2	3,7	3,9
<b>Anteile</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Fluid Systems	%	41,7%	40,6%	37,4%
Seating Comfort	%	38,5%	41,5%	48,5%
Innovative Plastics	%	17,8%	16,3%	12,7%
Industrial Services	%	2,0%	1,6%	1,4%
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>4,5%</b>	<b>10,4%</b>	<b>15,8%</b>
Fluid Systems	%	11,0%	7,5%	6,6%
Seating Comfort	%	3,2%	19,1%	35,3%
Innovative Plastics	%	-2,4%	1,1%	-10,0%
Industrial Services	%	-21,7%	-12,7%	5,8%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

**Deutliche Verbesserung des operativen Ergebnisses**

Ertragsentwicklung 2015

Im vergangenen Jahr konnte der **Rohertrag** um 14,9% auf EUR 56,3 Mio. (Vorjahr EUR 49,0 Mio.) gesteigert werden. Dass sich dabei die Rohertragsmarge leicht auf 20,8% von 21,0% reduzierte, ist auf den steigenden Umsatzanteil des Segments Seating Comfort zurückzuführen, in dem die Rohertragsmarge aktuell niedriger ist als in den Bereichen Fluid Systems und Innovative Plastics.

Wie bereits in den Vorjahren hat Alfmeier auch 2015 die Entwicklungsaufwendungen zweistellig gesteigert. Nach einem Plus von 21,8% belief sich der Zuwachs im vergangenen Jahr auf 24,7%. Verantwortlich hierfür waren Entwicklungsaufwendungen bei der Fertigstellung von Projekten im Bereich Seating Comfort im Zuge neuer Serienbelieferungen, die Angaben gemäß bereits Ende



2015 begonnen haben bzw. 2016 bevorstehen.

Vertriebs-, Verwaltungs- und sonstige Aufwendungen entwickelten sich demgegenüber deutlich unterproportional bzw. waren im Jahresvergleich sogar rückläufig. Deutlich angestiegen sind demgegenüber die Restrukturierungsaufwendungen des Unternehmens, und zwar von EUR 1,8 Mio. auf EUR 5,4 Mio., was auf den Verkauf des US-Standorts Anderson sowie die Neuausrichtung des Standorts Roding zurückzuführen ist.

Ungeachtet dieser Einmalaufwendungen in Höhe von EUR 5,4 Mio. konnte das **operative Ergebnis** um 2,3% auf EUR 8,2 Mio. von EUR 80 Mio. im Vorjahr verbessert werden. Um Sondereffekte bereinigt konnte das Betriebsergebnis auf EUR 13,6 Mio. von EUR 9,8 Mio. (+70,2% YoY) gesteigert werden. Dies entspricht einer bereinigten **EBIT-Marge** von 5,0% gegenüber 4,2% im Vorjahr.

Das **Finanzergebnis** hat sich im vergangenen Jahr auf EUR -6,0 Mio. von EUR -5,2 Mio. im Vorjahr verschlechtert. Ursächlich hierfür war die zusätzliche Zinslast des im August begebenen Schuldscheindarlehens in Höhe von EUR 10,0 Mio. sowie ein im Jahresvergleich verschlechtertes Ergebnis der Beteiligung ASG.

**TABELLE 3: UMSATZ UND ERGEBNIS IM ÜBERBLICK**

		2014	2015	Δ
Umsatzerlöse	EUR Mio.	233,8	270,7	15,8%
Rohertrag	EUR Mio.	49,0	56,3	14,9%
EBITDA	EUR Mio.	16,0	17,4	8,2%
EBIT (unbereinigt)	EUR Mio.	8,0	8,2	2,3%
EBT	EUR Mio.	2,8	2,2	-20,6%
Jahresüberschuss	EUR Mio.	1,9	0,7	-63,9%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

**Guidance mehrheitlich deutlich übertroffen**

Mit dieser Entwicklung ist es Alfmeier gelungen, die zum Jahresbeginn ausgegebene Guidance deutlich zu übertreffen. Avisiert war ursprünglich **(1)** ein Wachstum der Konzernumsätze um ca. 10% und **(2)** ein operatives Ergebnis (ohne Berücksichtigung von Einmaleffekten) von rund 4% der Konzernumsätze, was in Absolutzahlen einem EBIT von etwa EUR 10 Mio. entspricht.

**TABELLE 4: UMSATZ UND ERGEBNIS VERGLEICH MIT DER GUIDANCE**

		Guidance	2015	Δ
Umsatzerlöse	EUR Mio.	257,2	270,7	5,3%
EBIT (bereinigt)	EUR Mio.	10,3	13,6	31,9%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

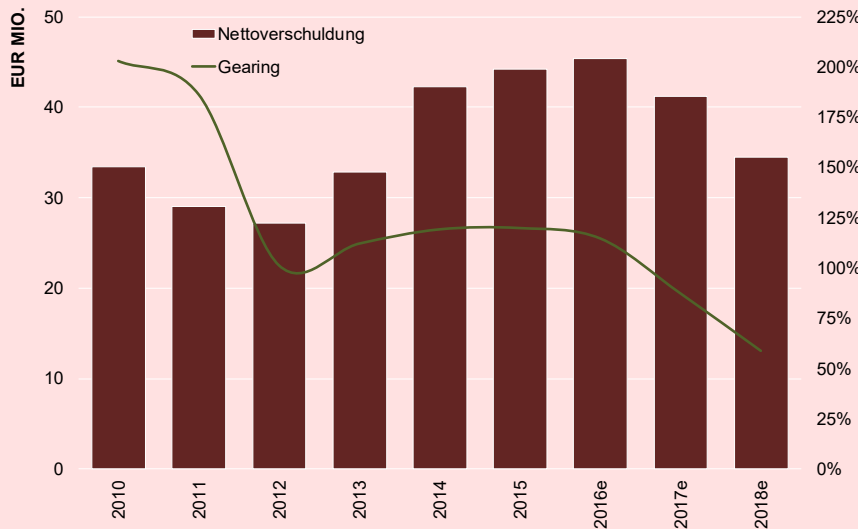
**Deutliche Verbesserung des freien Cashflows**

Infolge eines deutlich besseren Working Capital-Managements konnte der operative Cashflow im vergangenen Jahr auf EUR 18,2 Mio. von EUR 8,7 Mio. in 2014 verbessert werden. Bei leicht rückläufigen Investitionen konnte der freie Cashflow deutlich ins Positive gedreht werden: Nach EUR -5,8 Mio. in 2014 wurde in 2015 ein freier Cashflow von EUR 5,7 Mio. erwirtschaftet.

**Nettoverschuldung nahezu auf Vorjahresniveau**

Die Bruttoverschuldung lag im vergangenen Jahr bei EUR 62,5 Mio., abzüglich der deutlich gestiegenen Liquidität von EUR 18,3 Mio. belief sich die Nettoverschuldung auf EUR 44,2 Mio. (Vorjahr: EUR 42,3 Mio.) und damit auf 129,2% (Vorjahr: 136,5%) des bilanziellen Eigenkapitals.

ABBILDUNG 1: NETTOVERSCHULDUNG UND GEARING



Bis zum Ende der Laufzeit der Mittelstandsanleihe in 2018e rechnen wir mit einem anhaltenden Abbau der Nettoverbindlichkeiten auf dann EUR 34,6 Mio. von zuletzt EUR 44,2 Mio. (2015).

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Guidance für 2016e**

Guidance 2016e

Besonders hervorzuheben ist, dass das Management von Alfmeier traditionell nicht nur eine Kurzfrist-Guidance für das laufende Geschäftsjahr veröffentlicht, sondern auch eine Mittelfrist-Guidance bis zum Jahr 2019e. Für das laufende Geschäftsjahr rechnet das Management

- Ⓢ mit **Konzernumsätzen** auf Höhe des Vorjahres; bereinigt um den Verkauf des Standortes Anderson entspricht dies einem erwarteten Umsatzwachstum von etwa 4,6%.
- Ⓢ mit einem deutlichen Anstieg des **operativen Ergebnisses** (EBIT) auf rund 5% der Konzernumsätze (verglichen mit einer operativen Ergebnis-Marge 2015 von 3,0%); in Absolutzahlen entspricht dies einem Anstieg des operativen Ergebnisses auf EUR etwa 13,5 Mio. von EUR 8,2 Mio. in 2015;
- Ⓢ mit leicht positiven **Freien Cashflows** (Vorjahr: EUR 5,7 Mio.), wobei zu berücksichtigen ist, dass das laufende Jahr von verzögerten Investitionen von ca. EUR 4 Mio. belastet sein wird.

TABELLE 5: ZUSAMMENFASSUNG DER GUIDANCE 2016E

		Guidance	Sphene Capital
Umsatz	EUR Mio.	~270	270,8
EBIT	EUR Mio.	~13,5	13,6
EBIT-Marge	%	~5%	5,0%
Freie Cashflow	EUR Mio.	>0	1,2

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Mittelfristige Guidance 2019e**

Guidance 2019e

Im Geschäftsbericht wurden die mittelfristigen Ziele im Vergleich zum Vorjahr angepasst. Aktuell rechnet das Management damit,

- Ⓢ bis zum Jahr 2019e (bisher 2018e) die **Konzernumsätze** auf EUR 300,0 Mio. zu steigern. Ursächlich für die Verschiebung ist der Verkauf der Aktivitäten des US-Standortes Anderson, der für eine Umsatzlücke von etwa USD 13 Mio. verantwortlich zeichnet. Per Saldo entspricht diese Guidance einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate 2015-19e von 2,6%,
- Ⓢ bis 2019e ein nachhaltiges **operatives Ergebnis** (EBIT) von mehr als 6%

(bislang 5%) der Konzernumsätze zu erreichen; dies entspricht für das Jahr 2019e einem EBIT von mindestens EUR 18,0 Mio.

- Ⓢ bis 2019e einen nachhaltigen **freien Cashflow** von mehr als 3% vom Umsatz zu erzielen; zum Vergleich: 2015 lag die Free Cashflow-Marge bei 2,1%. In Absolutzahlen entspricht dies einer Steigerung der Freien Cashflows von EUR 5,7 Mio. auf dann EUR 9,0 Mio. (CAGR 2015-19e: 12,1%).

## Deutlicher Umsatz- und Ertragsanstieg erwartet

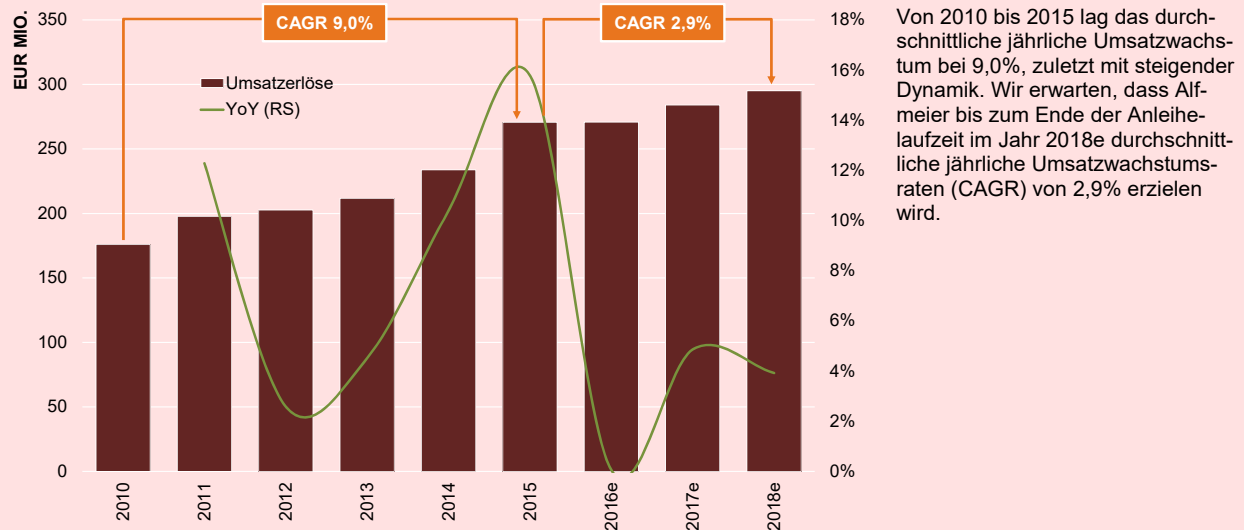
Bis zur erwarteten Tilgung der am Entry Standard notierten Mittelstandsanleihe im Jahr 2018e modellieren wir durchschnittliche jährliche Umsatzwachstumsraten von 2,9%. Wesentliche Umsatztreiber sind dabei nach u. E. die Kerngeschäftsbereiche Seating Comfort (CAGR 2015-18e: 5,9%) und Fluid Systems (CAGR 2015-18e: 3,4%). Beim EBITDA rechnen wir im laufenden Jahr mit einem deutlichen Anstieg auf EUR 24,4 Mio. (Vorjahr EUR 17,4 Mio., +40,7% YoY) und bis 2018e mit einer weiteren Verbesserung auf EUR 28,7 Mio. Durch die erwartete Thesaurierung der Freien Cashflows erwarten wir, dass sich die Eigenkapitalquote von 25,3% zum Jahresende 2015 in den folgenden Jahren sukzessive auf bis zu 39,6% (2018e) verbessern wird. Damit sollte die Tilgung der Anleihe aus der thesaurierten Liquidität sowie der Aufnahme von Bankverbindlichkeiten problemlos möglich sein.

### Prognose der Konzernenerlöse

Im vergangenen Jahr erzielte die Alfmeier-Gruppe Umsätze in Höhe von EUR 270,7 Mio. 48,5% bzw. 37,4% wurden dabei in den Bereichen Seating Comfort bzw. Fluid Systems erzielt, während Innovative Plastics und Innovative Systems für 12,7% bzw. 1,4% der Umsätze verantwortlich waren. Konzernüberdurchschnittliches Wachstum zeigte allen der Bereich Seating Comfort, die übrigen drei Bereiche haben demgegenüber an relativer Bedeutung eingebüßt.

In den vergangenen fünf Jahren erzielte Alfmeier durchschnittliche jährliche Umsatzwachstumsraten von 9,0%. Damit konnte Alfmeier die allgemeine Geschäftsentwicklung der Automobilindustrie hinter sich lassen. Basisbedingt und infolge der Dekonsolidierung der US-Aktivitäten des Standortes Anderson rechnen wir für die kommenden drei Jahre mit leicht rückläufigen durchschnittlichen Wachstumsraten von dann 2,9% p. a. Damit dürfte Alfmeier im Jahr 2018e Umsätze in Höhe von EUR 295,2 Mio. erzielen.

ABBILDUNG 2: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM



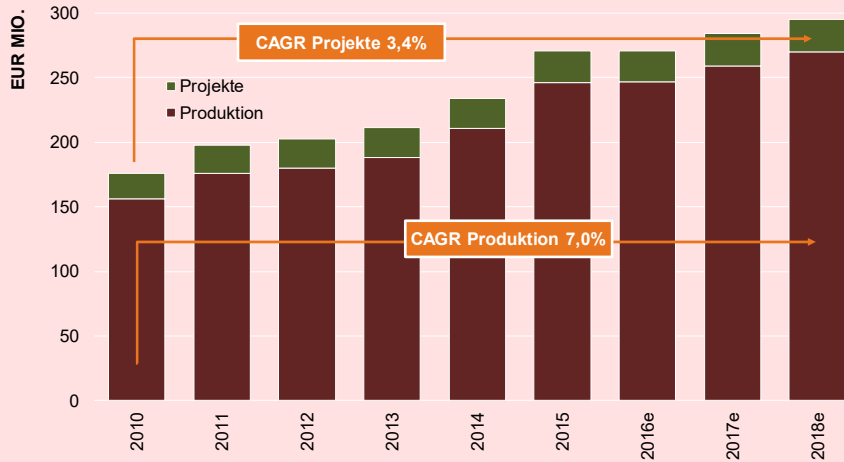
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Zunehmender Anteil von Produktionserlösen

Alfmeier erwirtschaftet Produktions- und Projekterlöse. Angestrebt wird ein steigender Anteil des Produktionsanteils, was dem Management in den vergangenen Jahren auch gelungen ist. So wurden die Projekterlöse zwischen 2010 und 2015 von 11,0% auf 9,2% der Konzernenerlöse reduziert, auch wenn die Projekterlöse in diesem Zeitraum auf EUR 24,8 Mio. von EUR 19,4 Mio. in 2010 erhöht werden konnten.

Die verbleibenden EUR 245,9 Mio. bzw. 90,8% der Konzernumsätze wurden damit mit (tendenziell höhermargigen) Produkten erwirtschaftet.

ABBILDUNG 3: UMSATZ NACH BEREICHEN



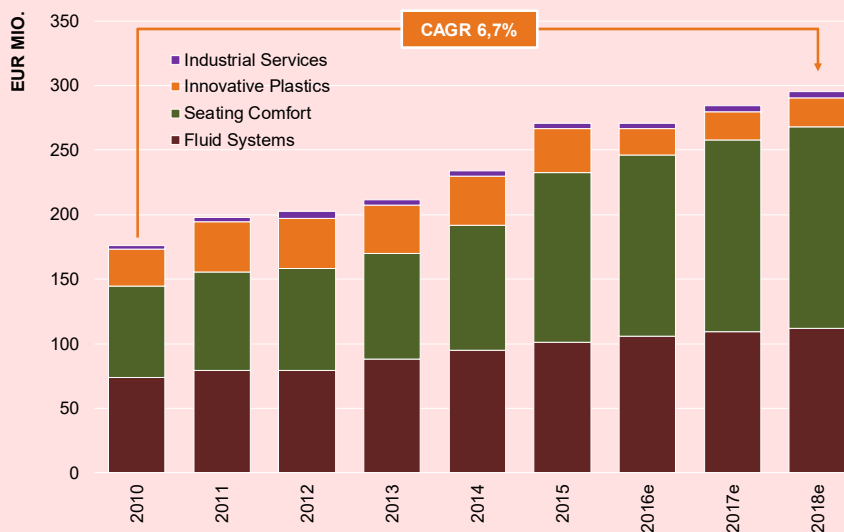
Der Projektbereich, wo Umsätze insbesondere aus Aufträgen im Werkzeugbau und aus vorgelagerten Entwicklungsprojekten realisiert werden, dürfte weiter an Bedeutung verlieren.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Auch der Bereich Seating Comfort wird seine Bedeutung ausbauen**

In den vergangenen drei Jahren hat der Bereich Seating Comfort seinen Anteil an den Konzernerlösen sukzessiv ausbauen können. Im vergangenen Jahr wurden mit 48,5% bereits knapp die Hälfte der Konzernerlöse mit statischen und dynamischen Sitzkomfortsystemen sowie kundenspezifischen Kopfstützensystemen erwirtschaftet. Der Geschäftsbereich Fluid Systems hat trotz absolut steigender Erlöse seinen Anteil am Konzernumsatz nicht halten können und liegt inzwischen mit einem Umsatz von EUR 101,2 Mio. (+6,6% YoY) nur noch auf dem zweiten Platz.

ABBILDUNG 4: UMSATZ NACH SEGMENTEN



In den kommenden drei Jahren wird das Segment Seating Comfort u. E. seinen Erlösanteil auf dann 52,8% (Vorjahr: 48,5%) weiter ausbauen. Beim Segment Fluid Systems rechnen wir bis 2018e mit einem Umsatzanteil von 37,9% (Vorjahr: 37,4%). In Summe erwirtschaften damit die beiden Hauptbereiche des Unternehmens bis zum Jahr 2018e rund 90,8% der Konzernerlöse

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Mit einer vergleichbaren Entwicklung rechnen wir auch in den kommenden Jahren, so dass Seating Comfort seinen Erlösanteil bis zum Jahr 2018e auf dann 52,8% ausbauen sollte. In Summe erwirtschaften damit die beiden Hauptbereiche des Unternehmens bis zum Jahr 2018e 90,8% der Konzernenerlöse.

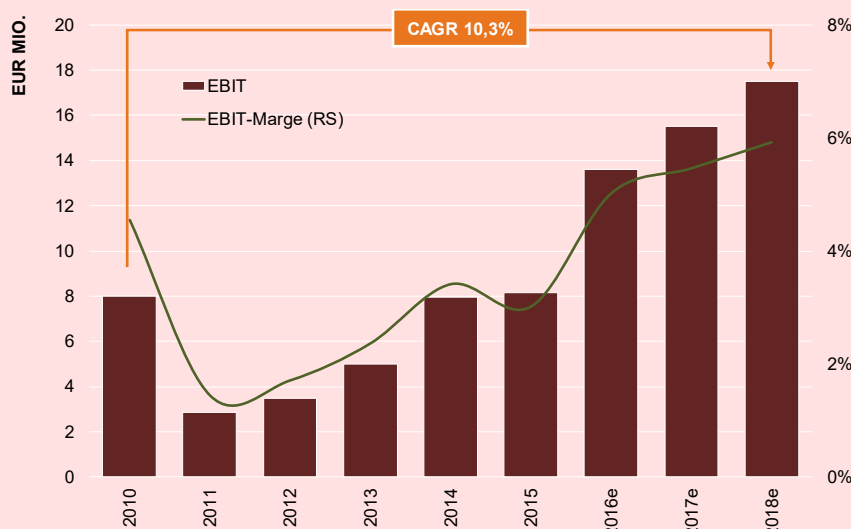
**Leichter Anstieg der Rohertragsmarge und ...**

Im vergangenen Jahr waren die Umsatzkosten für 79,2% der Umsätze verantwortlich. Mit 20,8% konnte die Rohertragsmarge damit auf dem hohen Niveau des Vorjahres (2014: 21,0%) gehalten werden. Für die kommenden drei Jahre rechnen wir aufgrund einer von uns erwarteten Verbesserung der Bruttomargen im Bereich Seating Comfort mit einem Anstieg der Rohertragsmarge auf dann 21,4% (2018e).

**... deutlicher Anstieg des operativen Ergebnisses erwartet**

Vor dem Hintergrund der von uns erwarteten Skaleneffekte ist bis 2018e mit einem deutlichen Anstieg des operativen Ergebnisses und auch der Betriebsergebnismarge zu rechnen: Wir erwarten bis 2018e einen Anstieg des operativen Ergebnisses auf dann EUR 17,5 Mio. Dies entspricht einer operativen Marge von 5,9% nach 3,0% in 2015.

**ABBILDUNG 5: EBIT UND EBIT-MARGE**



In den kommenden vier Jahren rechnen wir mit einer anhaltenden Verbesserung der Ertragslage und mit dem Erreichen von Peak-Margen von 5,9% (2018e).

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Weiterer Abbau der Nettoverschuldung**

Im vergangenen Jahr dürften die Bruttoverbindlichkeiten inklusive Finance Leasing mit EUR 62,5 Mio. ihren Höchststand erreicht haben. Bis zum Ende unseres Planungshorizonts in 2018e, dem Tilgungsjahr der Mittelstandsanleihe, rechnen wir mit einem sukzessiven Abbau der zinstragenden Verbindlichkeiten auf dann EUR 36,5 Mio. Das Gearing sollte sich damit auf 66,3% reduzieren. Diesen Wert halten wir für gut vertretbar, zumal Alfmeier nach u. E. grundsätzlich auch alternative Wege der Eigenkapitalbeschaffung offenstehen.

Die gesamten Zinsaufwendungen lagen im vergangenen Jahr bei EUR -4,1 Mio., die zum überwiegenden Teil aus der Mittelstandsanleihe resultierten. In diesem Jahr wird es aufgrund des zwischenzeitlich begebenen Schuldscheindarlehens nach unseren Schätzungen zu einer Verschlechterung des Zinsergebnisses auf dann EUR -4,9 Mio. kommen.

**Anhaltender Anstieg der Vorsteueremarge auf bis zu 4,3% (2018e)**

Wir erwarten, dass Alfmeier im laufenden Geschäftsjahr ein Ergebnis vor Steuern von knapp EUR 6,8 Mio. (2015: EUR 2,2 Mio. bzw. bereinigt um Einmaleffekte EUR 7,6 Mio.) erwirtschaften wird. Bei erwarteten Umsätzen von EUR 270,8 Mio. entspricht dies einer Vorsteueremarge von 2,5%. Bis 2018e rechnen

wir mit einem weiteren Anstieg auf dann EUR 12,6 Mio. (entsprechend einer Vorsteuerquote von 4,3%).

**Stabile Steuerquote**

Bedingt durch Einmalaufwendungen war in den vergangenen Jahren eine sprunghafte Entwicklung der Steuerquote festzustellen: Im Zeitraum 2010-15 schwankte diese zwischen -492,1% (2011) und 99,0% (2015). Für unseren weiteren Prognosehorizont modellieren wir eine stabile Steuerquote von durchschnittlichen 30,0% des Ergebnisses vor Steuern.

**Deutlicher Anstieg des Jahresüberschusses erwartet**

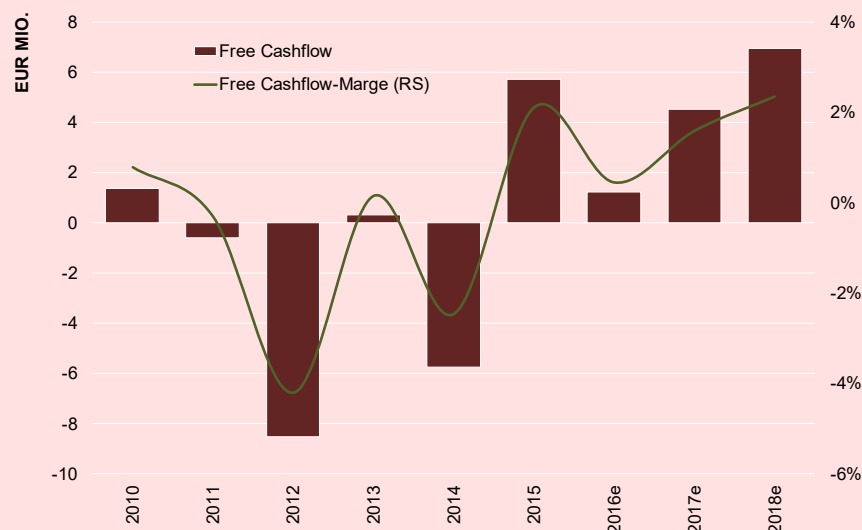
Nach Steuern und Anteilen Dritter erwirtschaftete Alfmeier im vergangenen Jahr ein Konzernergebnis von EUR -0,1 Mio. Da wir für die kommenden Jahre keine vergleichbaren Einmalbelastungen unterstellt haben, rechnen wir im laufenden Jahr mit einer deutlichen Verbesserung der Ertragslage und einem Ergebnis nach Steuern und Minderheitsanteilen in Höhe von EUR 3,9 Mio. (2016e). Für 2017e erwarten wir ein Nachsteuerergebnis von EUR 5,5 Mio.

**Zum Jahresende 2015 lag das Eigenkapital der Gesellschaft mit EUR 34,2 Mio. bzw. 25,3% der Bilanzsumme auf einem für ein Produktionsunternehmen auskömmlichen Niveau. Durch die Generierung freier Cashflows und die erwartete Thesaurierung der Erträge dürfte die Eigenkapitalquote bis 2018e auf bis zu 39,6% sukzessive weiter ansteigen.**

**Unverändert solide Eigenkapitalrelationen**

Angesichts der in den Anleihebedingungen vorgesehenen Ausschüttungsbeschränkung von maximal 50% des um Erträge aus dem Verkauf von Vermögenswerten außerhalb des gewöhnlichen Geschäftsgangs bereinigten IFRS-Jahresüberschusses sowie vor dem Hintergrund erwartet steigender Erträge gehen wir im Prognosezeitraum von deutlich steigenden Eigenkapitalquoten aus. Insgesamt erwarten wir bis zum Ende unseres Planungshorizonts 2018e einen Anstieg auf 39,6%.

**ABBILDUNG 6: FREIER CASHFLOW**



Im vergangenen Jahr konnte Alfmeier positive Free Cashflows in Höhe von EUR 5,7 Mio. erwirtschaften. Dies entsprach einer Free Cashflow-Marge von 2,1%. Infolge steigender Bruttoinvestition rechnen wir für das laufende Jahr mit einem Rückgang der freien Cashflows auf EUR 1,2 Mio. bzw. einer Free Cashflow-Marge von 0,4%.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Cashflow im Gleichschritt mit den Ertragsgrößen**

Wie für ein Produktionsunternehmen typisch ist das Geschäftsmodell von Alfmeier ausgesprochen kapitalintensiv: Das Anlagevermögen lag zum Jahresende 2015 mit EUR 55,5 Mio. bei 41,1% der Bilanzsumme. Die hohen Investitionen der vergangenen Geschäftsjahre (Ø 2010-15 EUR 10,4 Mio. p. a.) konnten durch

Free Cashflows steigen mittelfristig wieder an

eine Kapitalerhöhung, die Thesaurierung des operativen Cashflows und die Begebung einer Mittelstandsanleihe sowie eines Schuldscheindarlehens finanziert werden.

Ungeachtet dieser ausgeprägten Investitionsaktivitäten waren die freien Cashflows in den vergangenen sechs Jahren mit EUR -1,2 Mio. nur knapp im negativen Bereich, was aus unserer Sicht die hohe Profitabilität des innovativen Geschäftsmodells von Alfmeier dokumentiert. Im Einklang mit der Management-Guidance rechnen wir für das laufende Jahr mit einem positiven freien Cashflow in Höhe von EUR 1,2 Mio.

#### **Effizientes Working Capital-Management hält an**

Im vergangenen Jahr lag das Working Capital mit EUR 24,5 Mio. (2014: EUR 23,2 Mio.) nur um 5,7% über dem Vorjahreswert. Gegenüber den Umsätzen, die im vergangenen Jahr um 15,8% angestiegen waren, ergab sich damit ein deutlich unterproportionaler Anstieg. Ursächlich für diesen unterproportionalen Anstieg waren im vergangenen Jahr die Vorräte, die sich von der allgemeinen Geschäftsentwicklung völlig abkoppelten und im Vergleich zum Vorjahr um -6,8% zurückgingen. Forderungen und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen lagen mit EUR 23,8 Mio. bzw. EUR 25,2 Mio. nahezu auf gleichem Niveau.

Per Saldo lag im vergangenen Jahr die Net Working Capital-Quote zum Umsatz bei 9,0% (Vorjahr: 9,9%). Für die folgenden beiden Jahre rechnen wir mit einem leichten Anstieg der Working Capital-Quote.

Unterproportionaler Anstieg des Working Capital im Vergleich zum Umsatz



## Analyse und Bewertung der Anleihe

Mit einem Creditreform-Rating von BB (watch) (Zusatz watch seit 02.05.2016) weist die Alfmeier-Anleihe im Peergroup-Vergleich mit anderen Industrieunternehmen eine überdurchschnittlich gute Bonität auf; angesichts der jüngsten Ertragsentwicklung und einer von uns erwarteten deutlichen Verbesserung der Ertragslage bis zum Ende der Laufzeit der Anleihe sehen wir überdies Spielraum für eine mittelfristige Ratingverbesserung. Bei der Effektivverzinsung bildet die Alfmeier-Anleihe den Median der aktuell sehr weit gestreuten Peergroup-Verzinsungen. Die DVFA-Kennzahlenanalyse zeigt, dass Alfmeier insbesondere über sehr solide Kennzahlen zur Kapitalstruktur und zur Kapitaldienstdeckung verfügt, die sich nach unserer Einschätzung zudem in den kommenden Jahren deutlich verbessern werden.

### Direkte Peergroup aus vier Industrieunternehmen

Gemäß der ICB- (Industry Classification Benchmark-) Taxonomie wird Alfmeier in der Branche der „Industrieunternehmen“ eingestuft. Im übergeordneten Sektor der „Automobilhersteller und Zulieferer“ finden sich neben Alfmeier drei weitere Emittenten von insgesamt vier Mittelstandsanleihen, die in eine aussagekräftige Vergleichsgruppe für die Bewertung der Alfmeier-Anleihe einbezogen werden können.

### Best Comparable paragon AG

Mit Ausnahme von paragon, die lediglich eine Platzierungsquote von 50% erreichen konnte, wurden alle Mittelstandsanleihen der Peergroup vollständig platziert. Große Unterschiede weisen die ausgewählten Mittelstandsanleihen hingegen beim Börsenumsatz auf: Hier rangiert die Anleihe von Alfmeier hinter der Anleihe Hörmann Finance auf dem zweiten Platz der Peergroup.

TABELLE 6: VERGLEICH DER STAMMDATEN DER PEERGROUP

Emittent	Datum	Laufzeit	Volumen (EUR Mio.)	Platziert (EUR Mio.)	in %
Alfmeier Präzision SE	29.10.2013	29.10.2018	30,0	30,0	100,0%
paragon AG	02.07.2013	02.07.2018	20,0	10,0	50,0%
Hörmann Finance GmbH	05.12.2013	05.12.2018	50,0	50,0	100,0%
Neue ZWL Zahnradwerk Leipzig GmbH	04.03.2014	04.03.2019	25,0	25,0	100,0%
Neue ZWL Zahnradwerk Leipzig GmbH II	17.02.2015	17.02.2021	25,0	25,0	100,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Rating-Analyse der Peergroup

Ein Blick auf die aktuellen Peergroup-Ratings (vgl. nachstehende Tabelle 7) zeigt, dass Industrieunternehmen im Automobilbereich mit der Notation B und BB (jeweils mit dem Zusatz watch) sowie BB- geratet werden. Gegenüber dem Rating zum Zeitpunkt der Emission sind, mit Ausnahme der Alfmeier-Anleihe, ausschließlich negative Tendenzen festzuhalten (die Anleihe von paragon wird nicht mehr geratet).

Alfmeier liegt mit einem Unternehmensrating von BB (watch) am oberen Ende der Peergroup-Ratings, was nach unserer Einschätzung auf der einen Seite die sukzessive verbesserte Bilanzqualität widerspiegelt, andererseits dem zyklischen Charakter des Geschäftsmodells angemessen erscheint. Am 02.05.2016 hat Creditreform das Rating wegen einer „Methodik-Änderung“ mit dem Zusatz (watch) versehen, das Ergebnis dieser Ratingüberprüfung steht allerdings noch aus.

Angesichts der jüngsten, positiven Ertragsentwicklung und einer von uns erwarteten anhaltenden weiteren Verbesserung der Bilanzqualität sehen wir trotz dieses Zusatzes (watch) Spielraum für eine mittelfristige Anpassung des Ratings nach oben.

TABELLE 7: VERGLEICH DER RATING-HISTORIE DER PEERGROUP

Emittent	Ratingagentur	IBO-Rating	Aktuelles Rating	Datum	Tendenz
Alfmeier Präzision	Creditreform	BB	BB (watch)	02.05.2016	⇔
paragon	Creditreform	BB+	n/a	n/a	n/a
Hörmann Finance	Euler Hermes	BB+	BB-	28.10.2015	↘
NZWL I	Creditreform	BB-	B (watch)	02.05.2016	↘
NZWL II	Creditreform	BB-	B (watch)	02.05.2016	↘

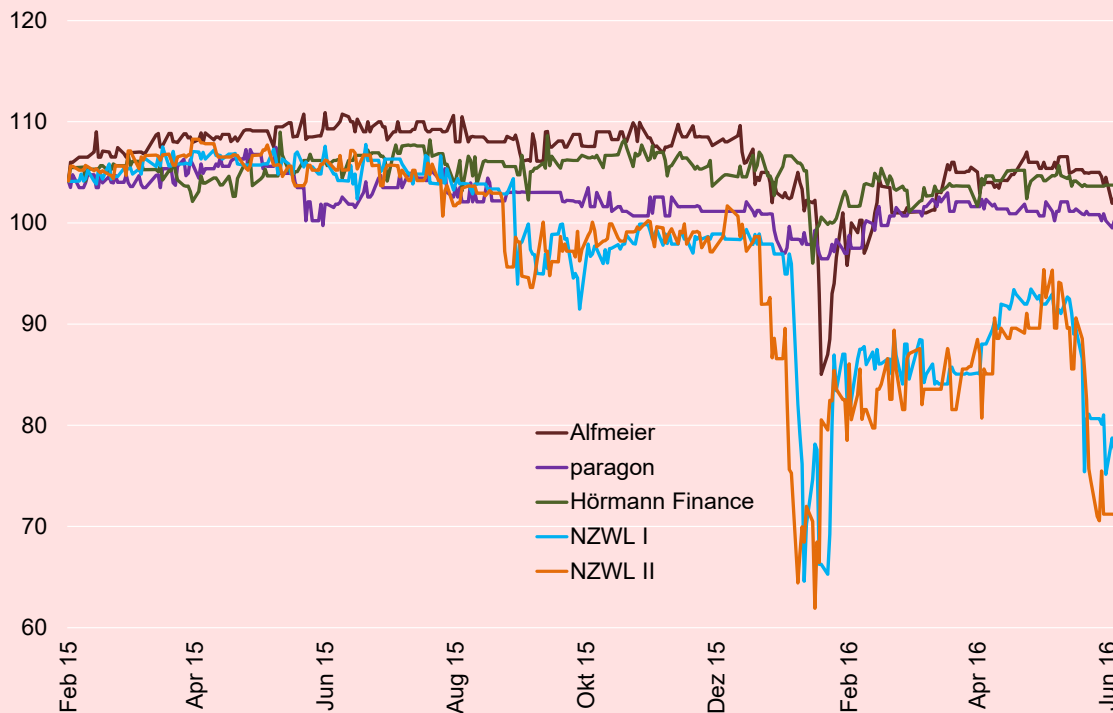
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

**Nominalverzinsung und ...**

Obwohl die Laufzeiten der Peergroup-Anleihen mit einer Ausnahme (NZWL II) einheitlich bei fünf Jahren liegen, reichen die Nominalverzinsungen bei vergleichbaren IBO-Ratings von 6,25% bis 7,50%. Der Durchschnittswert der Nominalverzinsungen liegt über alle Ratingklassen bei 7,20%, der Median bei 7,50%.

Die Anleihen von Alfmeier, paragon und Hörmann Finance notieren zum Teil deutlich über pari, was die hohe Akzeptanz von deren Geschäftsmodellen unter den Investoren in Mittelstandsanleihen aufzeigt. Die beiden NZWL-Anleihen notieren dagegen deutlich unter pari, was sich auf die hohe Abhängigkeit von VW (Umsatzanteil ca. 70%) zurückführen lässt.

ABBILDUNG 7: KURSENTWICKLUNG DER PEERGROUP



**... Effektivverzinsung der Peergroup sind breit gestreut**

Dementsprechend reichen die aktuellen Effektivverzinsungen von 3,94% für die paragon-Anleihe, die wir als Best Comparable für Alfmeier einstufen, bis 16,84% für die Erstanleihe von NZWL. Sollte sich der Kapitalmarkt unserer Best Comparable-Einschätzung anschließen, könnten daher mittelfristig die aktuellen Kurse der Alfmeier-Anleihe bestätigt werden.

**TABELLE 8: NOMINAL- UND EFFEKTIVVERZINSUNGEN DER PEERGROUP**

Emittent	Kupon	Kurs	Rendite
Alfmeier Präzision	7,25%	105,00%	4,81%
paragon	7,50%	106,25%	3,94%
Hörmann Finance	6,25%	102,10%	5,29%
NZWL I	7,50%	81,00%	16,84%
NZWL II	7,50%	79,91%	13,59%
<b>Durchschnitt</b>	<b>7,20%</b>		<b>8,89%</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

**Mit einer Ausschüttungsbegrenzung auf maximal 50,0% des bereinigten Jahresüberschusses, einem Drittverzug bei Zahlungsverzug auf Finanzverbindlichkeiten von mehr als EUR 1,0 Mio., einer Limitation on asset disposal bei Verkauf wesentlicher Teile des Vermögens, Pari Passu, Negative Pledge sowie einer Change of Control-Klausel hat sich Alfmeier zur Einhaltung umfangreicher Covenants verpflichtet.**

**Bemerkenswerte Ausstattung mit Covenants**

Die Anleihebedingungen der Alfmeier-Anleihe sehen eine Reihe von Covenants und Kündigungsrechten vor, die deutlich über die bei den meisten Mittelstandsanleihen gängige Dokumentation hinausgeht.

**Vorzeitige Rückzahlung der Gläubiger (Put)**

Investoren haben das Recht zur vorzeitigen Rückzahlung der Anleihe bei Vorliegen folgender Gründe:

Ⓢ **Change of Control**

Sollte die Mehrheit der Alfmeier verkauft werden, haben die Anleihegläubiger ein Sonderkündigungsrecht der Anleihe, jedoch nur, wenn dieses von mindestens 20% des Gesamtnennbetrages der zu diesem Zeitpunkt noch ausstehenden Anleihen ausgeübt wird. Der anzulegende Rückzahlungsbetrag liegt bei 100% des Nennbetrags.

Ⓢ **Zahlungsunfähigkeit**

Ⓢ **Verletzung der Covenants**

**Vorzeitige Rückzahlung der Emittentin (Call)**

Alfmeier hat das Recht zur vorzeitigen Rückzahlung der Anleihe bei Vorliegen folgender Gründe:

Ⓢ **Steuerliche Änderungen**

Eine Änderung der steuerlichen Rahmenbedingungen, die den Nominalzins der Anleihe belasten würden, zieht ein Kündigungsrecht nach sich.

Ⓢ **Ordentliches Kündigungsrecht**

Alfmeier hat sich in den Anleihebedingungen ein ordentliches Kündigungsrecht einräumen lassen, das zum 29.10.2017 ausgeübt werden kann. In diesem Fall wird die Anleihe zu 101,50% ihres Nennbetrages zurückgezahlt.

**Bemerkenswerte Ausstattung mit Covenants**

Die Anleihe der Alfmeier ist überdurchschnittlich gläubigerfreundlich ausgestattet. Sonderkündigungsrechte für die Anleihegläubiger ergeben sich aus den folgenden vier Punkten:

Ⓢ **Cross Default**

Ein Drittverzug liegt vor, wenn eine andere Finanzverbindlichkeit mit einem Betrag von mehr als EUR 1,0 Mio. vorzeitig fällig gestellt oder nicht bezahlt wird.

Ⓢ **Ausschüttungsbegrenzung**

Ausschüttungen an Gesellschafter der Emittentin sind nur bis maximal 50,0% des um Erträge aus dem Verkauf von Vermögenswerten außerhalb des gewöhnlichen Geschäftsgangs bereinigten IFRS-Jahresüberschusses zulässig.

Ⓢ **Limitation of asset disposal**

Anleger haben ein Kündigungsrecht, wenn Vermögenswerte verkauft werden, deren Wert 50% der konsolidierten Bilanzsumme der Emittentin übersteigt.

**Ⓢ Pari passu**

Die Anleihe steht mindestens im gleichen Rang mit allen anderen gegenwärtigen und zukünftigen unbedingten und nicht nachrangigen Verbindlichkeiten.

**Ⓢ Negative Pledge**

Schließlich ist die Anleihe mit einer Negativverpflichtung versehen, wonach sich die Emittentin verpflichtet, anderen Gläubigern keine Sicherheiten zu gewähren, die die Anleihegläubiger benachteiligen würden.

**TABELLE 9: VERGLEICH DER COVENANTS DER PEERGROUP**

Emittent	Negative pledge	Pari passu	Change of Control	Pay out limit	Cross Default	Asset sale	Tax Gross up	Max. debt
Alfmeier	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
Paragon			✓				✓	
Hörmann Finance								
NZWL I	✓	✓	✓	✓	✓		✓	
NZWL II	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

**Risiken aus der Unternehmensstruktur**

Alfmeier ist zwar eine operativ tätige Gesellschaft, ist jedoch durchaus von den operativen Ergebnissen der Tochtergesellschaften abhängig, insbesondere über die Vereinnahmung von Zinserträgen aus der Darlehensvergabe an die Töchter. Eine der Töchter, die Rodinger Kunststoff-Technik GmbH, hat daher die unbedingte und unwiderrufliche Garantie für die Zahlung von Zinsen und des Nominalkapitals der Alfmeier abgegeben.

Die strukturelle Nachrangigkeit aus der Organisationsstruktur wurde durch die Garantie einer operativen Tochter gemildert.

Dennoch besteht unverändert eine strukturelle Nachrangigkeit der formal rechtlich gleichrangigen Alfmeier-Anleihe gegenüber den besicherten Verbindlichkeiten dieser und weiterer operativer Töchter. Im Fall einer Liquiditäts- oder Ertragskrise werden die Gläubiger der operativen Töchter zuerst bedient und nur der verbleibende Überschuss kann als Zinszahlung an die Mutter weitergeleitet werden. Im Krisenfall könnte der Emittentin damit nicht ausreichend Liquidität zugeführt werden, die zur Bedienung der Anleihe notwendig ist. Die Negativbeschränkungen für die Anleihe gelten insofern auch für die Tochtergesellschaften, als sich Alfmeier verpflichtet, diese ebenfalls zu veranlassen, keine zukünftigen Sicherheiten an ihren Vermögensgegenständen zur Besicherung von gegenwärtigen bzw. künftigen Kapitalmarktverbindlichkeiten zu gewähren.

## Automobilzulieferer in attraktiven Nischen

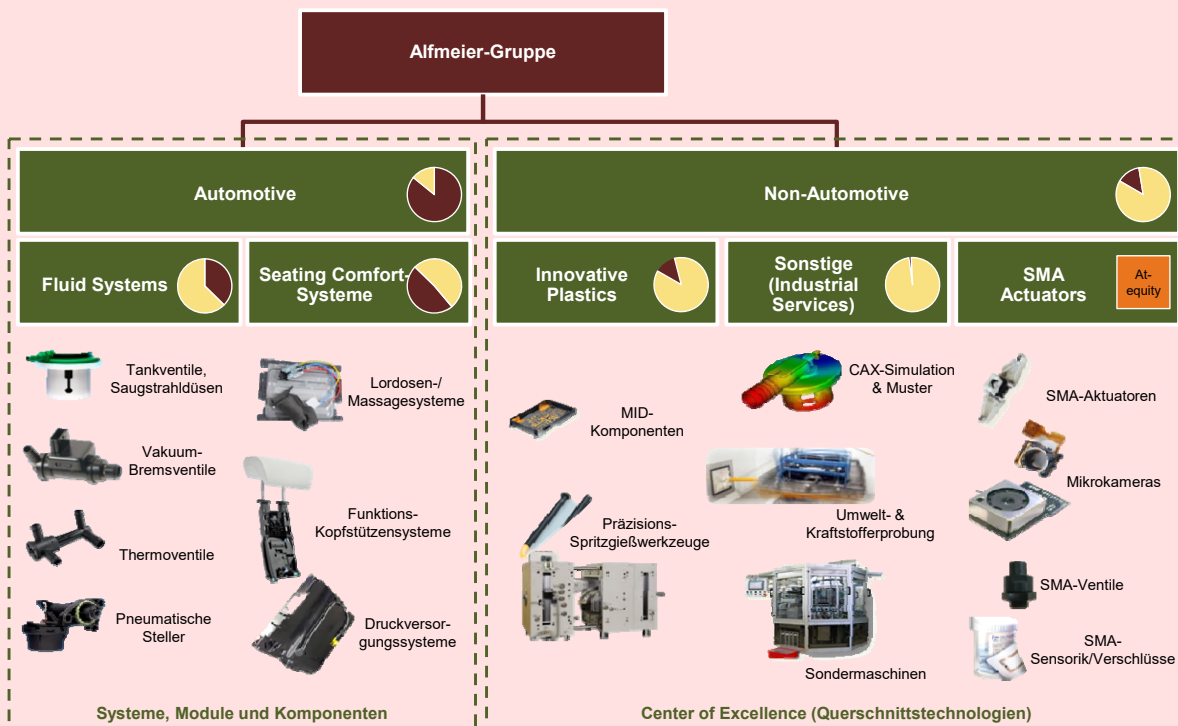
Alfmeier ist auf die Verarbeitung von polymeren Kunststoffen und die Fertigung von feinwerktechnischen, mechatronischen Baugruppen und Systemen spezialisiert. Hauptgeschäftsfeld der Alfmeier-Gruppe sind pneumatische und hydraulische Lösungen für Sitzkomfortsysteme, Kraftstoffsysteme, Bremskraftverstärkung, motornahe Ansaug- und Abgas-Aggregate für die Automobilindustrie (OEMs und Tier 1); in kleinem Rahmen werden auch Lösungen für die Medizintechnik und Telekommunikation angeboten. In den Bereichen Kunststoffspritzguss und insbesondere Formgedächtnislegierungen (Smart Memory Alloy, SMA) hat Alfmeier technologische Alleinstellungsmerkmale eingenommen.

### Kernkompetenzen im Kunststoff-, Mikroelektronik- und Fluidbereich

Das 1960 als Walter Alfmeier KG gegründete und 1997 in Alfmeier Präzision Aktiengesellschaft Baugruppen und Systemlösungen umbenannte Familienunternehmen ist auf die Verarbeitung von polymeren Kunststoffen sowie die Fertigung von feinwerktechnischen, mechatronischen Baugruppen und Systemen mit Schwerpunkt in der Automobilindustrie spezialisiert. Alfmeier unterteilt die Geschäftstätigkeit in fünf Geschäftsbereiche, wobei die vorhandenen Technologien und Kompetenzen der Geschäftsbereiche übergreifend eingesetzt und weiterentwickelt werden. Zuletzt wurde am 6. April 2016 der Formwechsel von der Alfmeier Präzision AG Baugruppen und Systemlösungen in die Alfmeier Präzision SE vollzogen.

Die Schwerpunkte der Geschäftstätigkeit liegen in den Bereichen Seating Comfort (48,5% der Konzernumsätze 2015) und Fluid Systems (37,4%).

ABBILDUNG 8: UNTERNEHMENSSTRUKTUR, UMSATZANTEILE UND ANWENDUNGSBEISPIELE



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### Geschäftsbereich Seating Comfort

Umsatzanteil 2015: 48,5%

Im Geschäftsbereich Seating Comfort hat die Alfmeier-Gruppe in ihrer Nische die Weltmarktführerschaft inne: Entwickelt werden statische und dynamische Sitzkomfortsysteme sowie kundenspezifische Kopfstützensysteme für die Automobilindustrie, die das Unternehmen auch produziert und vertreibt. Durch umfangreiche Einstellungsmöglichkeiten können Fahrzeugsitze an die jeweilige Anatomie der Insassen individuell angepasst werden, so dass muskulären Ermüdungserscheinungen der Fahrzeuginsassen insbesondere bei längeren Fahr-

ten vorgebeugt werden.

In diesem Geschäftsbereich unterhält Alfmeier Kundenbeziehungen zu führenden deutschen und internationalen Automobilherstellern, sowohl im Premium- als auch im Volumen-Segment; hierzu zählen Daimler, Porsche, Volkswagen, BMW, General Motors, Ford und Hyundai, aber auch Sitzhersteller wie Lear, Johnson Controls, Faurecia, Dymos und Recaro.

Folgende Sitzkomfortsysteme werden von Alfmeier entwickelt:

## § Statische Sitzkomfortsysteme

Über statische Sitzkomfortsysteme können Fahrzeugsitze über Luftkissen verstellt werden, die mit einer Pumpe befüllt und entleert werden können. Zwar lassen sich die Verstellfunktionen auch mit dem Einsatz von Elektromotoren realisieren, doch müssen dabei ein höherer Stromverbrauch, Gewichtsnachteile und unerwünschte Geräusche bzw. Vibrationen hingenommen werden. Zudem ist mehr Bauraum erforderlich.

## § Pneumatische Konturanpassungen

Die Vorteile von pneumatischen oder aufblasbaren Systemen liegen in der Anwendungsvielfalt, dem leichten Einbau, dem geringeren Gewicht und den niedrigeren Kosten. Produkte in diesem Anwendungsbereich umfassen u. a. 2- und 4-Wege-Lordosenstützen, pneumatische Kontureinstellungen sowie Sitztiefenverstellungen.

## § Dynamische Sitzkomfortsysteme

Dynamische Sitzkomfortsysteme, insbesondere bewegungsaktivierende Sitze und Komfortmassagefunktionen, regen die Wirbelsäule und die Muskulatur des Fahrers an, um Muskelermüdungen und Rückenschmerzen der Fahrzeuginsassen vorzubeugen. Hierbei kommen innovative Technologien zum Einsatz, u. a. SMA-Ventilsteuereinheiten und pneumatische Druckverteiler, die das Systemgewicht sowie den benötigten Bauraum möglichst gering halten.

## § Kopfstützen

Bei den von Alfmeier angebotenen Lösungen, die bislang überwiegend in der Mittel-, Ober- und Luxusklasse zum Einsatz kommen, können Kopfstützen nach vorne oder nach hinten geklappt oder versenkt werden. Die Steuerung ist elektrisch, pneumatisch oder manuell möglich.

## § Sonstiges

Zum Einsatz kommen zentrale Druckversorgungssysteme aus eigener Entwicklung, die von Standardpumpen bis hin zu kundenspezifischen Kompressorentwicklungen reichen. Mit diesen Systemen können fluidische Systeme im Fahrzeug betrieben werden, speziell für Stellfunktionen (z.B. Spoilerverstellungen).

## Geschäftsbereich Fluid Systems

Im Geschäftsbereich Fluid Systems (Hydraulik und Pneumatik), wo sich Alfmeier ebenfalls in einer weltweit führenden Marktposition sieht, entwickelt, produziert und vertreibt die Unternehmensgruppe ein breit gefächertes Produktportfolio an Präzisions-Ventilbaugruppen aus technischen Kunststoffen und Elastomeren für den sogenannten „Power Train“ (Antriebsstrang) – aber auch für automobildferne Lösungen – und fokussiert sich dabei auf folgende Anwendungsbereiche:

Umsatzanteil 2015: 37,4%

## § Bremskraftverstärkung

Rückschlagventile, Venturi-Ventile, Sensorventile, Schalventile und Membranventile, Vakuum-Bremskraftsysteme sowie Kurbelgehäusebe- und -entlüftungssysteme. Wesentliche Kunden sind Hutchinson, Continental, Bosch, Nobel Automotive, TRW, MGI Coutier, Chinaust, Wuxi Rubber und Kongsberg.

## § Kraftstoffversorgung

Vor allem Tankentlüftungs- und -befüllsysteme sowie Kraftstoffregulierungssysteme wie Roll-Over-Ventile, Rückschlagventile, Klappenventile, Füllstandsbegrenzungsventile und Umschaltventile. Die wesentlichen Kunden sind Inergy, TI Automotive und Kautex.

## § Klappensteuerung

Pneumatische Stellelemente, Pneumatische Stellelemente mit Sensor, inte-

grierte Stellfunktionen insbesondere für Abgasmanagement, Turbolader und Kühlerjalousie. Die wesentlichen Kunden sind Röchling, Faurecia und Eberspächer.

## 🔌 Thermomanagement

Bimetall-Ventile, Wegeventile, Rückschlagventile und SMA-Ventile. Die wesentlichen Kunden sind Behr, Eberspächer und Webasto.

Der Geschäftsbereich Fluid Systems ist das ursprüngliche Kerngeschäft von Alfmeier. Hier verfügt Alfmeier im Automobilbereich über langjährige Erfahrungen und ein gewachsenes spezifisches Know-how, beispielsweise im Präzisions-spritzguss, in der Elektronik und der Ventil- und Pumpentechnologie. Mit einem Marktanteil von über 50,0% in den relevanten Triade-Märkten sieht sich Alfmeier im Produktbereich Bremskraftverstärkung als uneingeschränkter Weltmarktführer, was durch eine Vielzahl vollautomatisierter Fertigungsanlagen gestützt und mehr als 80 Patente belegt wird. Eine vergleichbare Marktstellung hat Alfmeier auch bei Tankbe- und -entlüftungssystemen, dem für Alfmeier umsatzstärksten Produktbereich (Umsatzanteil bei Fluid Systems ca. 60%) inne.

## Geschäftsbereich Innovative Plastics

Die Produkte und Dienstleistungen des Geschäftsbereichs Innovative Plastics werden über die beiden Unternehmen RKT Rodinger Kunststoff-Technik GmbH und Alfmeier Friedrichs & Rath abgedeckt. Angeboten werden die Entwicklung, der Werkzeugbau, der Präzisionsspritzguss und die Reinraumfertigung für die Branchen Automotive, Elektronik, Telekommunikation und Medizintechnik. Besondere Kernkompetenzen liegen in der Kunststoffanwendung, der Prozess- und Werkzeugentwicklung und im Präzisionsspritzguss. Im Einzelnen umfasst das Produktangebot Baugruppen für medizinische Stechhilfen und Küvettiereinheiten, Spritzgussteile und Präzisionswerkzeuge wie Mikrospritzgusswerkzeuge und Mehrkomponentenwerkzeuge.

Umsatzanteil 2015: 12,7%

## Geschäftsbereich Industrial Services

Im Geschäftsbereich Industrial Services werden über die k3 works GmbH technische Dienstleistungen für die Entwicklung von feinwerktechnischen Kunststoff-Baugruppen, Umweltsimulationen und Erprobungsdienstleistungen von Kraftstoffkomponenten angeboten, größtenteils für den internen Bedarf. In diesem Bereich zählen neben eigenen Konzerngesellschaften zu einem geringeren Teil auch Daimler, BMW, VW, Ford, Kautex, Eberspächer, Stiehl und Bosch zu den Kunden der Gesellschaft.

Umsatzanteil 2015: 1,4%

## Geschäftsbereich Electronics & Mechatronics

Die Aktivitäten im Geschäftsbereich Electronics & Mechatronics werden von der Tochter Kite Electronics GmbH durchgeführt, einem Spezialisten für die Entwicklung und Produktion von elektronischen und mechatronischen Baugruppen für automobile und industrielle Anwendungen. Die Aktivitäten werden im Wesentlichen für Konzerngesellschaften erbracht, Außenumsätze werden erst seit 2012 angeboten und sind noch vernachlässigbar.

Derzeit vor allem interne Wertschöpfung

**In den vergangenen Jahrzehnten hat sich Alfmeier ein Netzwerk von Produktionsstandorten in Europa, Nordamerika und Asien aufgebaut, wodurch die relevanten Absatzmärkte und Kunden abgedeckt werden können. Zwar kann eine gewisse Abhängigkeit von einzelnen Großkunden nicht geleugnet werden, doch findet sich im Kundenportefeuille eine breite Abdeckung der gesamten Industrie.**

## Langfristig stabile Beziehungen zu den Kunden

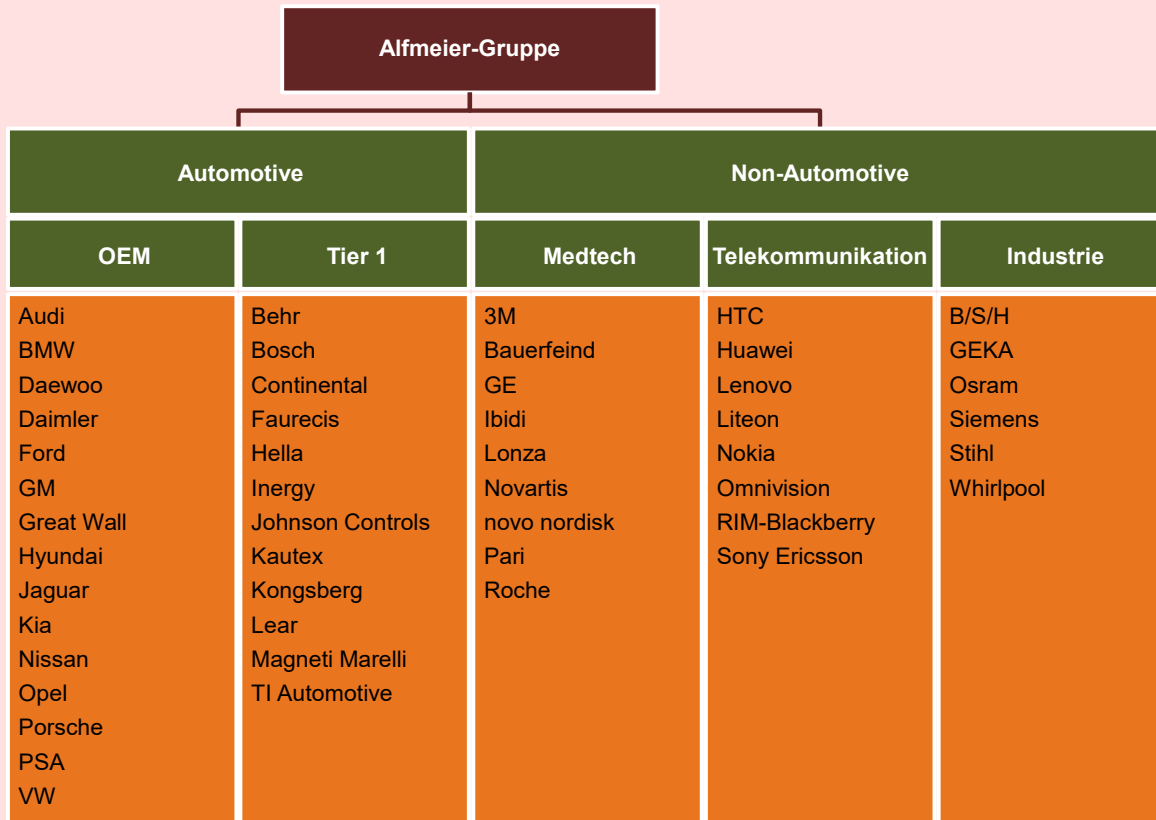
Schon seit Jahrzehnten unterhält Alfmeier in den Geschäftsbereichen Fluid Systems und Seating Comfort intensive Beziehungen zu den Autoherstellern (OEMs) und wichtigsten Tier-1-Autozulieferern. Zu den Kunden zählen Daimler, BMW, Volkswagen, Audi, Porsche, Ford, General Motors, Renault, PSA, Hyundai, Kia, GM-Daewoo, SGM, Great Wall, Geely, Brilliance und Mazda. Hinzu kommen alle führenden Tankhersteller wie Inergy, Kautex Textron, TI Automotive und YAPP sowie alle maßgeblichen Sitzproduzenten wie Lear Corporation, Johnson Controls, Faurecia, Dymos und Recaro. Insgesamt beliefert die Alfmeier-Gruppe derzeit ca. 20 Automobilhersteller. Wichtigster OEM-Kunde der Alfmeier-Gruppe ist Daimler, wichtigster Tier-1-Kunde ist Lear Corp.

Durch die weitere Verringerung der herstellereinspezifischen und regionalen Abhängigkeiten von der Automobilindustrie wird der Umsatzanteil der automobilfernen Branchen nach u. E. sukzessive zunehmen.

2007 begann Alfmeier, mit den bestehenden Schlüsseltechnologien neue Bran-

chen zu erschließen. Seither hat sich der Umsatzanteil der Nicht-Automobilindustrie auf rund 10,0% erhöht – mit steigender Tendenz. Erreicht wurde dieser Anstieg vor allem durch die SMA-Technologie, insbesondere in der Kombination mit Elektronik und Mikroaktuatoren. Sie soll auf verschiedene Anwendungen in den Bereichen Consumer Electronics (z. B. Autozoom-Objektive für Smartphones und Tablets), Consumer Products (z. B. Ventile für Waschmaschinen) und Elektronik (z. B. Steuergeräte und SMA-Relais) erweitert werden.

ABBILDUNG 9: KUNDEN NACH SEGMENTEN



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

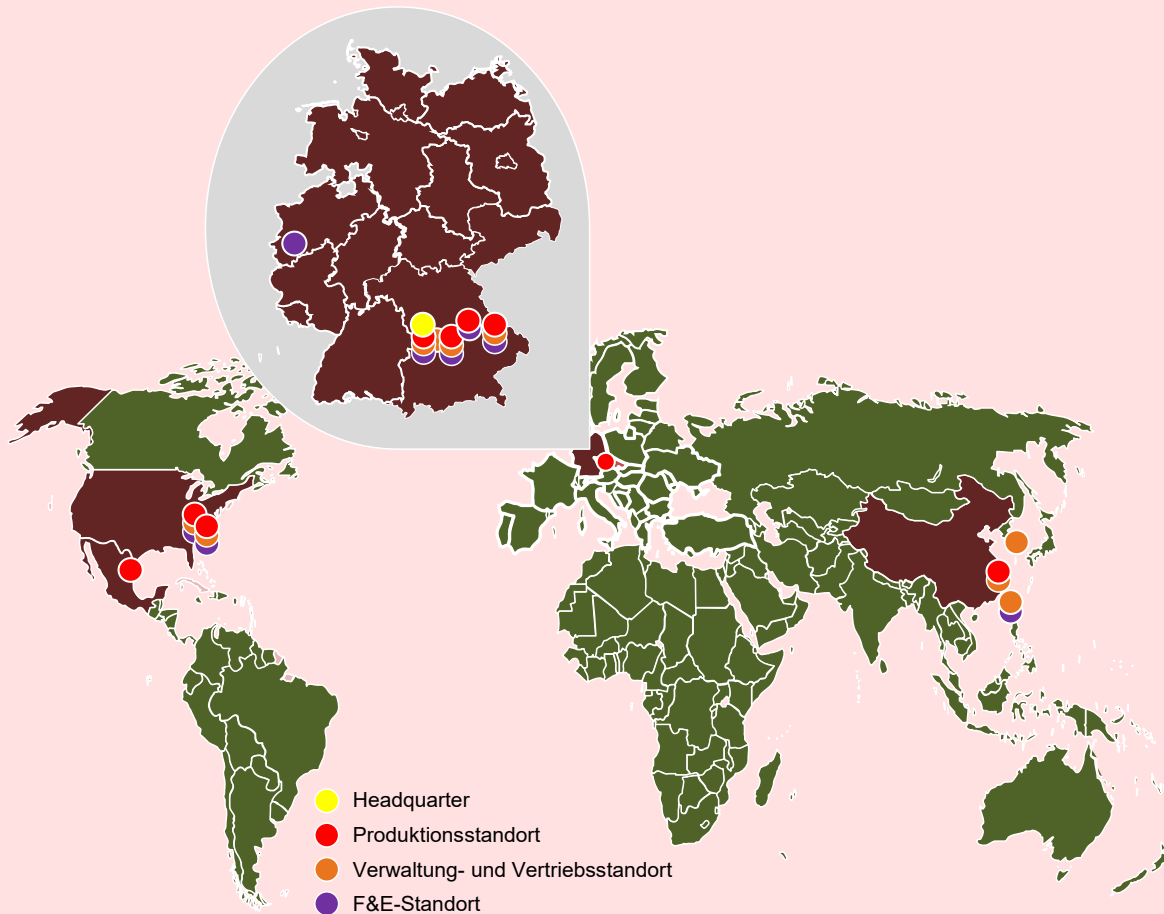
**Geographische Präsenz**

Alfmeier produziert die von ihr entwickelten Produkte überwiegend selbst und unterhält Produktionsstätten in Deutschland (Treuchtlingen, Roding, Nürnberg, Gunzenhausen), Tschechien (Pilsen), USA (Greenville, Anderson), Mexiko (Monterrey) und China (Quinpu/Schanghai).

Derzeit ist Alfmeier in fünf Ländern mit 13 Standorten präsent. Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit liegt in Europa.



ABBILDUNG 10: GEOGRAPHISCHE PRÄSENZ



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

**Alfmeier ist einer der Weltmarktführer in der Entwicklung und Industrialisierung der SMA-Technologie (Formgedächtnismetalle). Heute wird die SMA-Technologie in der Großserienfertigung im Automobilbereich eingesetzt. Geplant ist, weitere Industrien mit dieser Technologie zu besetzen, in denen bislang alternative Lösungen wie Elektromotoren zum Einsatz kommen.**

**Frühzeitige Besetzung der aussichtsreichen SMA-Nische**

Im vergangenen Jahrzehnt hat Alfmeier erfolgreich die Nische von Memory-Metallen als neuen Standard in der Automobilindustrie etabliert. Im Zentrum der Anwendungen stehen Aktuatoren aus Formgedächtnislegierungen. Allgemein setzen Aktuatoren elektrische Signale in mechanische Bewegung oder andere physikalische Größen (wie Druck oder Temperatur) um. Wenn sich Aktuatoren an eine frühere Formgebung trotz nachfolgender starker Verformung scheinbar „erinnern“ können, werden sie Formgedächtnislegierungen oder „Smart Memory Alloys“, zuweilen auch „Shape Memory Alloys“ (SMA) genannt.

Metalle mit Formgedächtnislegierungen kehren durch Energiezuführung nahezu verschleißfrei nach Verformung in ihren Ausgangszustand zurück. Die dadurch möglichen Gewichts-, Geräusch-, Energie- und Platzersparnisse führen zu neuen Anwendungen in automobilen und automobilfernen Bereichen. So können die SMA-Anwendungen bei Handy-Kameras als Bildstabilisatoren oder Autofokuslösungen eingesetzt werden, was durch erste Gemeinschaftsentwicklungen mit asiatischen Handyherstellern belegt ist. Weitere Anwendungen der SMA-Technologie ergeben sich als tragbare Medikamentendosiersysteme oder Verregelungen und Steuerungen industrieller Anwendungen.

Alfmeier betrachtet die SMA-Technologie als innovative Querschnittstechnologie, die in verschiedenen Industrien zum Einsatz kommen soll.

## **At-equity bilanzierter Geschäftsbereich Actuator Solutions**

Umsatz 2014: EUR 15,3 Mio.

Alfmeier hat seine SMA-Aktivitäten im Joint Venture Actuator Solutions GmbH gebündelt, einem 2011 gegründeten Joint Venture zwischen Alfmeier und der italienischen SAES Getters. Hier werden Lösungen für Verstell-, Schließ- und Antriebsmechanismen angeboten, zum Beispiel Autofokus-Verstellungen von Kamerasystemen in Smartphones oder Wasserventile für Wasch- und Spülmaschinen, Kaffee- und Teemaschinen, die herkömmliche elektromagnetische und -motorische Technologien ersetzen.

Mit 114 Mitarbeitern sieht sich Alfmeier als weltweit einzigem Anbieter von SMA-Ventilen für die Automobilindustrie. Alfmeier betrachtet die SMA-Technologie als innovative Querschnittsschlüsseltechnologie und plant, weitere Anwendungen in automobilfernen Industrien zu entwickeln.

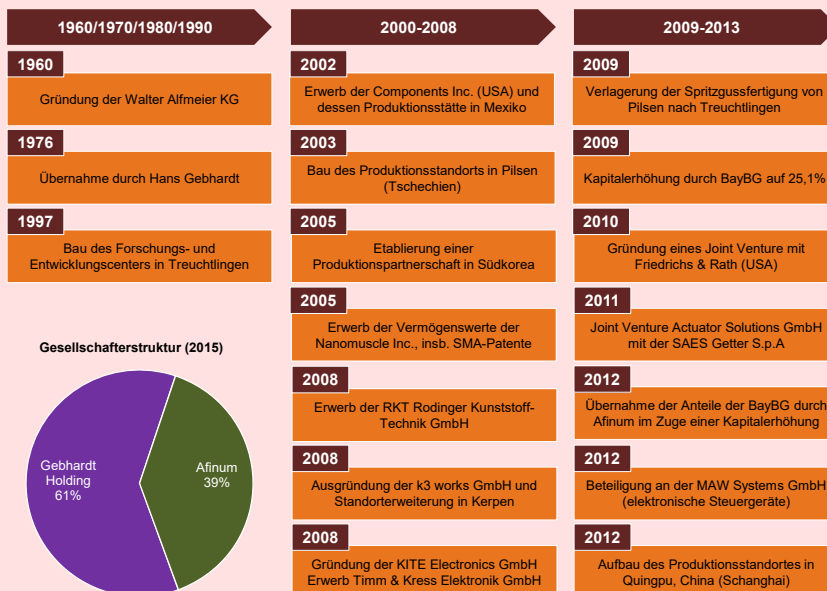
# Unternehmensgeschichte, Management und Strategie

Die vor mehr als 50 Jahren gegründete Alfmeier-Gruppe ist ein technologisch führender Hersteller von Präzisions-Komponenten (Ventile, Aktuatoren, Pumpen und Steuergeräte) schwerpunktmäßig für die Automobilindustrie. Durch eine Reihe von Übernahmen, Beteiligungen und Joint Ventures konnte in den Jahren 2000 bis 2010 die Internationalisierung und durch den Einstieg in die Medizintechnik, die Telekommunikations- und Elektronikbranche eine Diversifikation der Geschäftstätigkeit erreicht werden. Am 6. April 2016 wurde die Umwandlung in die Rechtsform einer SE mit einem monistischen Führungssystem vollzogen.

## Überblick über die Unternehmensgeschichte

Mit der Umwandlung der 1960 gegründeten Walter Alfmeier KG zur Alfmeier Präzision Aktiengesellschaft Baugruppen und Systemlösungen im Jahr 1997 wurde der Grundstein für den Aufbau einer internationalen Unternehmensgruppe gelegt. In den 1990er- und 2000er-Jahren gelang der Einstieg in die automobilen Wachstumsregionen Nordamerikas und Asiens. Diverse Übernahmen runden das Produktportfolio ab.

ABBILDUNG 11: UNTERNEHMENSGESCHICHTE IM ÜBERBLICK



Die 2000er-Jahre waren geprägt von einer konsequenten Buy and Build-Strategie mit Übernahmen, Beteiligungen und Joint Ventures. 2009 wurden mit der BayBG und später Afinum externe Finanzinvestoren in den Gesellschafterkreis aufgenommen.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

## Aufgabenverteilung des Managements

Nach der Umwandlung in eine SE wird die Alfmeier SE von zwei geschäftsführenden Board-Mitgliedern geleitet:

### ⑤ Andreas Gebhardt, Co-CEO

Seit 1993 führt Diplom-Wirtschaftsingenieur Andreas Gebhardt gemeinsam mit seinem Bruder Markus Gebhardt die Alfmeier Präzision SE als Co-CEO. Seine Verantwortungsbereiche umfassen neben den Bereichen Produktion, Qualität und Prozesse auch die Geschäftsaktivitäten in Asien und NAFTA.

### ⑤ Markus Gebhardt, Co-CEO

Als Co-CEO ist Diplom-Wirtschaftsingenieur Markus Gebhardt für die Bereiche Geschäftsentwicklung, Produkte und Beteiligungen sowie die Erschließung und den Aufbau neuer Märkte verantwortlich. Zudem übernimmt Markus Gebhardt nach der Umwandlung in die SE die Bereiche Finanzen, Controlling, Recht und IT.

**Strategie des Unternehmens und langfristige Guidance**

Für die kommenden Jahre plant Alfmeier eine umfassende Wachstums- und Diversifizierungsstrategie mit dem Ziel, bis 2019e die Umsätze auf EUR 300,0 Mio. zu steigern und eine nachhaltige operative Umsatzrendite von mehr als 6% zu erzielen. Zur Umsetzung dieser Ziele sind folgende strategische Maßnahmen vorgesehen:

**Ⓢ Ausbau des Kerngeschäfts Automotive**

Der Automobilmarkt ist das historische Kerngeschäft der Alfmeier-Gruppe. In den Geschäftsbereichen Fluid Systems und Seating Comfort sieht sich Alfmeier in einer marktführenden Stellung, die das Unternehmen durch seine weltweite Präsenz in den automobilen Kernmärkten weiter ausbauen will. Dabei profitiert Alfmeier insbesondere von der zunehmenden Durchdringung des Komfortsitzes vom Oberklassesegment in die Volumenmodelle.

**Ⓢ Technologische Diversifikation und Eintritt in neue Industrien**

Die SMA-Technologie spielt eine entscheidende Rolle für die technologische Diversifikation der Alfmeier-Gruppe. In den vergangenen zehn Jahren wurde die Technologie erfolgreich in der Automobilindustrie etabliert, insbesondere bei Ventil-Aktuatoren für pneumatische Lordosen- und Massagesysteme in Autositzen. Der Trend zur Miniaturisierung bestehender Anwendungen spielt auch in anderen Industrien eine große Bedeutung: Autofokuslösungen und Bildstabilisatoren für Smartphone-Kameras, tragbare Medikamentendosiersysteme, oder Verriegelungen und Steuerungen für industrielle Anwendungen können durch die SMA-Technologie leichter, leiser, kleiner und mit geringerem Stromverbrauch realisiert werden. In diesen Märkten können durch die dort meist vorherrschenden hohen Stückzahlen erhebliche Skaleneffekte erzielt werden, was höhere Margen ermöglichen sollte. Überdies kann sich Alfmeier von den typischen Zyklen der Automobilzulieferindustrie lösen.

**Ⓢ Eintritt in neue Industrien**

Nachdem 1994 der Markteintritt in der NAFTA, 2003 in Südkorea und 2009 in China geschafft wurde, ist Alfmeier ein global aufgestelltes Unternehmen mit entsprechender Marktnähe zur Automobilindustrie (OEMs und Tier 1) der Triade. In der Zukunft sollen die Potenziale der Fluid- und SMA-Technologie insbesondere in weiteren asiatischen und südamerikanischen Ländern wie Indien und Brasilien gehoben werden, wo das Unternehmen bislang noch nicht vertreten ist.

**Ⓢ Steigerung der Profitabilität**

Neben der Nutzung von Skaleneffekten aus der Diversifikation der Produktpalette und dem Einstieg in neue Märkte plant Alfmeier, durch weitere operative Verbesserungen wie eine Reduzierung der Systemkomplexität, Standardisierung, Modularisierung, Mehrfachverwendung von Technologien und Steigerung der Fertigungseffizienz die Profitabilität mittelfristig weiter zu verbessern. Überdies sollen Einsparpotentiale im Einkauf genutzt werden.

## Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken

Als einer der technologisch führenden Zulieferer der Automobilindustrie hat sich Alfmeier in einem zyklischen, wettbewerbsintensiven Markt nach u. E. stark positioniert. Die Wertschöpfungstiefe ist hoch und soll selektiv in andere Wachstumsmärkte übertragen werden. Durch die Nutzung von Skaleneffekten sollte es nach u. E. gelingen, die Profitabilität der Gesellschaft weiter zu verbessern. Existenzgefährdende Risiken auf der Kundenseite erkennen wir nicht, dafür ist Alfmeier nach u. E. zu diversifiziert; zudem sind die Kundenbeziehungen intensiv und langfristig ausgelegt.

Wir haben folgende unternehmensbezogene **Stärken** von Alfmeier herausgearbeitet: **Stärken**

- ⑤ **Starke Nischenposition:** Alfmeier ist Weltmarktführer von Bremskraftverstärkungs- sowie Tankbe- und -entlüftungssystemen.
- ⑤ **Verringerung der Abhängigkeit von der Automobilindustrie:** Seit mehreren Jahren diversifiziert Alfmeier das Produktportefeuille verstärkt in automobilerne Absatzmärkte. Mit rund 1.000 verschiedenen Produkten (inkl. Typ-Varianten) verfügt das Unternehmen über eine große Sortimentsbreite und -tiefe. Mit dieser regionalen und branchenspezifischen Produktdiversifikation distanziert sich Alfmeier vom Wettbewerb, der sich größtenteils auf einzelne Produkte oder Produktgruppen spezialisiert hat.
- ⑤ **Alleinstellungsmerkmal SMA-Technologie:** In der Alfmeier-Gruppe werden Kompetenzen aus der SMA-Technologie, der Elektronik und der Kunststofftechnik kombiniert, die Alfmeier ein klares Alleinstellungsmerkmal verschaffen. Schon heute im Kerngeschäftsfeld Seating Comfort und zukünftig auch in den anderen Geschäftsbereichen kann sich Alfmeier bezüglich Leistungsdichte und Bauraum sowie Kosten und Preis vom Wettbewerb absetzen. Belegt wird diese Einschätzung durch den Verlauf der Umsätze im Bereich Sitzkomfort, der sich mit Hilfe der SMA-Technologie in den vergangenen sieben Jahren verdoppelt hat.
- ⑤ **Bewusstes externes Wachstum:** In den vergangenen Jahren hat das Unternehmen eine sehr erfolgreiche Akquisitionspolitik betrieben und sukzessive Technologiekompetenz hinzugewonnen. Wir rechnen damit, dass die Alfmeier-Gruppe ihre Marktstellung durch Übernahmen weiter ausbauen wird.
- ⑤ **Keine Währungsrisiken:** Alfmeier ist nach eigenen Angaben natürlich gehedgt, Währungsrisiken fallen nicht an.
- ⑤ **Garantie einer wesentlichen Tochter:** Den bei Mittelstandsanleihen mittlerweile typischen Risiken einer strukturellen Nachrangigkeit der formal rechtlich gleichrangigen Alfmeier-Anleihe gegenüber den besicherten Verbindlichkeiten der operativen Töchter begegnet Alfmeier durch Garantien einer wesentlichen Tochter gegenüber der Emittentin.
- ⑤ **Anerkannt hohe Technologiekompetenz:** Die gute Reputation des Unternehmens bei seinen OEM- und Tier 1-Kunden stellt eine hohe Markteintrittsbarriere für potenzielle Wettbewerber dar. Im Bereich SMA-Technologie hat sich das Unternehmen angabegemäß einen Wettbewerbsvorsprung von mehreren Jahren herausgearbeitet.
- ⑤ **Keine regionalen Abhängigkeiten:** Das Geschäft ist geographisch breit gestreut und auf die Kunden in der Triade (Europa, Nordamerika und Asien) ausgerichtet.
- ⑤ **Erfahrenes Management:** Alfmeier wird von einem Team aus geschäftsführenden Gesellschaftern und externen Managern geleitet. Das Top-Management des Familienunternehmens ist sehr erfahren, lässt jedoch Abhängigkeiten von Schlüsselpersonen vermuten.

Wir sehen die folgenden unternehmensbezogenen **Schwächen:**

**Schwächen**

- ⑤ **Abhängigkeit vom Automobilzyklus:** Alfmeier generiert etwa 90% der Erlöse in der Automobilindustrie (OEMs und Tier 1). Damit ist Alfmeier den

klassischen Zyklen der Automobilzulieferindustrie mit dem dazugehörigen Preis- und Margendruck ausgesetzt.

- Ⓢ **Abhängigkeit von einzelnen Kunden:** Alfmeier erwirtschaftet den überwiegenden Teil der Umsätze mit nur wenigen Einzelkunden, wodurch Abhängigkeiten auf der Absatzseite bestehen: Aufgrund der technologischen Marktstellung von Alfmeier dürften diese Abhängigkeiten jedoch gegenseitig sein. Zudem sind die Umsätze mit den Top-Kunden nicht rückläufig, sondern werden für die kommenden Jahre stabil erwartet. Überdies versucht sich Alfmeier von den bestehenden Abhängigkeiten durch eine Diversifikation in neue Produktfelder zu entziehen.
- Ⓢ **Abhängigkeit von wesentlichen Tochtergesellschaften:** Die Emittentin ist von den wirtschaftlichen Ergebnissen ihrer Tochtergesellschaften abhängig. Eine der Töchter, die Rodinger Kunststoff-Technik GmbH garantiert daher die unbedingte und unwiderrufliche Zahlung von Kapital, Zinsen und etwaigen sonstigen Beträgen, die an die Gläubiger der Anleihe zu zahlen sind.

Nachstehende **Chancen** betreffen jedes Unternehmen, das in denselben Industrien wie Alfmeier tätig ist:

**Chancen**

- Ⓢ **Eintritt in neue Wachstumsmärkte:** Die neu von Alfmeier bearbeiteten SMA-Märkte sind unzyklisch und echte Wachstumsmärkte. Markttreiber sind der Trend nach Gewichts-, Geräusch-, Energie- und Bauraumeinsparung, die neue Anwendungen in automobilen wie automobilfernen Bereichen ermöglichen. Vor diesem Hintergrund sollten die Ausgaben für SMA-Produkte auch in den kommenden Jahren weltweit weiter steigen.
- Ⓢ **Möglichkeit weiterer Kapitalmarktaktivitäten:** Eine adäquate Kapitalausstattung wird nach u. E. auch zukünftig der Schlüssel zum Gewinn von weiteren Marktanteilen sein. Vor diesem Hintergrund könnte ein guter Kapitalmarktzugang erhebliche Wettbewerbsvorteile sichern. Die Begebung der Anleihe könnte nur ein erster Schritt für zukünftige Kapitalmarktaktivitäten, wie etwa ein eventueller Börsengang, sein.

Nachstehende **Risiken** betreffen jedes Unternehmen, das in denselben Industrien wie Alfmeier tätig ist:

**Risiken**

- Ⓢ **Hohe Wettbewerbsintensität:** Alfmeier ist in stark zyklischen Branchen, wie die Automobilindustrie tätig. In diesen herrscht eine hohe Wettbewerbsintensität, die sich in einem konjunkturellen Abschwung noch verstärken könnte.
- Ⓢ **Kunden mit größerer Finanzkraft:** Die Kunden von Alfmeier sind in der Regel globale Autohersteller und weisen damit eine größere Finanzkraft aus als Alfmeier. Die Profitabilität von Alfmeier ist damit vom Einkaufsverhalten und den Einkaufskonditionen von Großkonzernen abhängig.
- Ⓢ **Volatile Rohstoffpreise:** Die Einkaufspreise fast aller von Alfmeier eingesetzten Rohstoffe, Edelmetalle, Granulate und Elektronikbauteile sind in den letzten Jahren stetig gestiegen.
- Ⓢ **Branchentypische Gewährleistungsrisiken:** Es bestehen branchentypische Gewährleistungs-, Schadenersatz- und Haftungsansprüche bei fehlerhaften und nicht den Qualitätsanforderungen der Kunden entsprechenden Produkten. Dagegen hat sich Alfmeier durch eine Produkthaftpflichtversicherung in Höhe von EUR ~20,0 Mio. für sicherheitsrelevante und EUR 10,0 Mio. für sonstige Bauteile versichert.

## Gewinn- und Verlustrechnung 2010-2018e

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>175,9</b>	<b>197,5</b>	<b>202,6</b>	<b>211,8</b>	<b>233,8</b>	<b>270,7</b>	<b>270,8</b>	<b>284,0</b>	<b>295,2</b>
YoY	%	n/a	12,3%	2,6%	4,5%	10,4%	15,8%	0,1%	4,9%	3,9%
Umsatzkosten	EUR Mio.	-136,5	-157,5	-167,0	-170,1	-184,8	-214,4	-214,9	-224,2	-231,9
in % der Umsätze	%	-77,6%	-79,7%	-82,4%	-80,3%	-79,0%	-79,2%	-79,3%	-79,0%	-78,6%
Rohertrag	EUR Mio.	39,4	40,0	35,6	41,7	49,0	56,3	55,9	59,8	63,3
Rohertragsmarge	%	22,4%	20,3%	17,6%	19,7%	21,0%	20,8%	20,7%	21,0%	21,4%
Entwicklungskosten	EUR Mio.	-6,5	-7,1	-7,6	-7,7	-9,3	-11,7	-11,6	-12,1	-12,5
Vertriebskosten	EUR Mio.	-12,0	-13,0	-12,6	-12,6	-13,9	-13,3	-13,3	-13,9	-14,3
Verwaltungskosten	EUR Mio.	-14,7	-13,6	-14,5	-16,1	-17,1	-19,0	-19,0	-19,8	-20,4
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	4,6	4,1	6,7	5,7	6,0	6,6	6,8	7,0	7,2
sonstige betrieblicher Aufwand	EUR Mio.	-2,8	-3,5	-3,9	-5,7	-4,8	-5,3	-5,3	-5,5	-5,7
Außerordentliche Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Außerordentliche Aufwendungen	EUR Mio.	0,0	-4,0	-0,2	-0,2	-1,8	-5,4	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>14,5</b>	<b>7,9</b>	<b>11,4</b>	<b>11,9</b>	<b>16,0</b>	<b>17,4</b>	<b>24,4</b>	<b>26,6</b>	<b>28,7</b>
EBITDA-Marge	%	8,3%	4,0%	5,6%	5,6%	6,9%	6,4%	9,0%	9,3%	9,7%
YoY	%	n/a	-45,4%	44,1%	4,0%	35,0%	8,2%	40,7%	8,7%	8,3%
Abschreibungen	EUR Mio.	-6,5	-5,1	-8,0	-6,9	-8,1	-9,2	-10,8	-11,0	-11,3
Amortisationen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>8,0</b>	<b>2,9</b>	<b>3,5</b>	<b>5,0</b>	<b>8,0</b>	<b>8,2</b>	<b>13,6</b>	<b>15,5</b>	<b>17,5</b>
EBIT-Marge	%	4,5%	1,4%	1,7%	2,4%	3,4%	3,0%	5,0%	5,5%	5,9%
YoY	%	n/a	-64,3%	21,4%	44,4%	59,4%	2,3%	66,5%	14,1%	12,7%
<b>Finanzergebnis</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-2,5</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,8</b>	<b>-5,2</b>	<b>-6,0</b>	<b>-6,8</b>	<b>-6,3</b>	<b>-4,9</b>
Zinsen und ähnliche Erträge	EUR Mio.	0,5	0,1	0,1	0,6	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
Zinsen und ähnlicher Aufwand	EUR Mio.	-3,1	-2,9	-2,3	-3,1	-4,0	-4,1	-4,9	-4,7	-3,4
Ergebnis assoziierter Untern.	EUR Mio.	0,1	-0,2	-0,7	-0,5	-1,1	-2,0	-1,8	-1,6	-1,4
Sonstiges Finanzergebnis	EUR Mio.	0,0	-0,1	0,1	0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>EBT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>5,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>2,2</b>	<b>2,8</b>	<b>2,2</b>	<b>6,8</b>	<b>9,2</b>	<b>12,6</b>
EBT-Marge	%	3,1%	-0,1%	0,3%	1,0%	1,2%	0,8%	2,5%	3,2%	4,3%
YoY	%	n/a	n/a	n/a	227,2%	25,9%	-20,6%	210,1%	34,7%	37,1%
EE-Steuern	EUR Mio.	-1,9	-1,3	-0,5	-2,0	-0,9	-2,2	-2,0	-2,8	-3,8
Steuerquote	%	33,7%	n/a	67,3%	91,8%	32,5%	99,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Sonstige Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	827,0	0,0	654,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>3,7</b>	<b>-1,6</b>	<b>0,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,9</b>	<b>0,7</b>	<b>4,8</b>	<b>6,4</b>	<b>8,8</b>
Sonstiges Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile Dritter	EUR Mio.	-0,1	0,0	-0,4	-0,3	-0,4	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>3,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>3,9</b>	<b>5,5</b>	<b>7,8</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Segmente und Regionen 2010-2018e

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Regionen</b>										
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>202,6</b>	<b>211,8</b>	<b>233,8</b>	<b>270,7</b>	<b>270,8</b>	<b>284,0</b>	<b>295,2</b>
GER	EUR Mio.	n/a	n/a	90,1	93,9	101,7	103,6	66,0	54,7	37,6
Rest Europa	EUR Mio.	n/a	n/a	33,6	34,7	36,1	38,1	40,2	42,3	44,5
USA	EUR Mio.	n/a	n/a	39,4	34,9	37,7	57,2	76,1	77,7	78,4
Asien	EUR Mio.	n/a	n/a	25,6	32,6	42,4	55,6	72,0	92,5	117,6
Rest der Welt	EUR Mio.	n/a	n/a	13,9	15,6	15,9	16,2	16,5	16,8	17,1
<b>Anteile</b>	<b>%</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
GER	%	n/a	n/a	44,5%	44,3%	43,5%	38,3%	24,4%	19,3%	12,7%
Rest Europa	%	n/a	n/a	16,6%	16,4%	15,5%	14,1%	14,8%	14,9%	15,1%
USA	%	n/a	n/a	19,5%	16,5%	16,1%	21,1%	28,1%	27,3%	26,6%
Asien	%	n/a	n/a	12,6%	15,4%	18,1%	20,5%	26,6%	32,6%	39,8%
Rest der Welt	%	n/a	n/a	6,8%	7,4%	6,8%	6,0%	6,1%	5,9%	5,8%
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>4,5%</b>	<b>10,4%</b>	<b>15,8%</b>	<b>0,1%</b>	<b>4,9%</b>	<b>3,9%</b>
GER	%	n/a	n/a	n/a	4,2%	8,2%	1,9%	-36,3%	-17,0%	-31,3%
Rest Europa	%	n/a	n/a	n/a	3,4%	4,0%	5,5%	5,4%	5,3%	5,2%
USA	%	n/a	n/a	n/a	-11,5%	8,0%	52,0%	33,0%	2,0%	1,0%
Asien	%	n/a	n/a	n/a	27,4%	30,0%	31,0%	29,7%	28,4%	27,1%
Rest der Welt	%	n/a	n/a	n/a	12,6%	2,0%	1,9%	1,8%	1,7%	1,6%
<b>Segmente</b>										
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>175,9</b>	<b>197,5</b>	<b>202,6</b>	<b>211,8</b>	<b>233,8</b>	<b>270,7</b>	<b>270,8</b>	<b>284,0</b>	<b>295,2</b>
Fluid Systems	EUR Mio.	73,7	79,6	79,6	88,3	94,9	101,2	105,7	109,3	111,9
Seating Comfort	EUR Mio.	70,8	76,3	78,9	81,4	97,0	131,2	140,4	148,7	156,0
Innovative Plastics	EUR Mio.	28,8	38,3	38,7	37,8	38,2	34,4	20,7	21,7	22,8
Industrial Services	EUR Mio.	2,6	3,4	5,4	4,2	3,7	3,9	4,1	4,3	4,5
<b>Anteile</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Fluid Systems	%	41,9%	40,3%	39,3%	41,7%	40,6%	37,4%	39,0%	38,5%	37,9%
Seating Comfort	%	40,3%	38,6%	39,0%	38,5%	41,5%	48,5%	51,8%	52,4%	52,8%
Innovative Plastics	%	16,4%	19,4%	19,1%	17,8%	16,3%	12,7%	7,6%	7,6%	7,7%
Industrial Services	%	1,5%	1,7%	2,7%	2,0%	1,6%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>n/a</b>	<b>12,3%</b>	<b>2,6%</b>	<b>4,5%</b>	<b>10,4%</b>	<b>15,8%</b>	<b>0,1%</b>	<b>4,9%</b>	<b>3,9%</b>
Fluid Systems	%	n/a	8,0%	-0,1%	11,0%	7,5%	6,6%	4,5%	3,4%	2,4%
Seating Comfort	%	n/a	7,7%	3,5%	3,2%	19,1%	35,3%	7,0%	5,9%	4,9%
Innovative Plastics	%	n/a	32,9%	1,3%	-2,4%	1,1%	-10,0%	-40,0%	5,0%	5,0%
Industrial Services	%	n/a	30,0%	58,8%	-21,7%	-12,7%	5,8%	5,0%	5,0%	5,0%
<b>Segmente (alternativ)</b>										
<b>Umsatz</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>175,9</b>	<b>197,5</b>	<b>202,6</b>	<b>211,8</b>	<b>233,8</b>	<b>270,7</b>	<b>270,8</b>	<b>284,0</b>	<b>295,2</b>
Produkte	EUR Mio.	156,6	175,8	179,8	188,6	210,9	245,9	246,6	259,1	269,9
Projekte	EUR Mio.	19,4	21,7	22,8	23,2	22,9	24,8	24,3	24,9	25,3
<b>Anteile</b>	<b>%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Produkte	%	89,0%	89,0%	88,7%	89,1%	90,2%	90,8%	91,0%	91,2%	91,4%
Projekte	%	11,0%	11,0%	11,3%	10,9%	9,8%	9,2%	9,0%	8,8%	8,6%
<b>YoY</b>	<b>%</b>	<b>n/a</b>	<b>12,3%</b>	<b>2,6%</b>	<b>4,5%</b>	<b>10,4%</b>	<b>15,8%</b>	<b>0,1%</b>	<b>4,9%</b>	<b>3,9%</b>
Produkte	%	n/a	12,3%	2,3%	4,9%	11,8%	16,6%	0,3%	5,1%	4,2%
Projekte	%	n/a	12,3%	5,0%	1,5%	-1,2%	8,4%	-2,1%	2,5%	1,6%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN



## Bilanz 2010-2018e (Aktiva)

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Anlagevermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>26,0</b>	<b>29,4</b>	<b>35,0</b>	<b>43,9</b>	<b>52,4</b>	<b>55,5</b>	<b>58,8</b>	<b>60,0</b>	<b>61,2</b>
<b>Immaterielle Vermögensgegenstände</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>4,0</b>	<b>4,1</b>	<b>5,6</b>	<b>7,7</b>	<b>9,8</b>	<b>8,6</b>	<b>8,7</b>	<b>8,8</b>	<b>8,9</b>
Immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	1,3	1,4	2,9	5,0	7,1	5,9	6,0	6,1	6,2
Geschäfts- oder Firmenwert	EUR Mio.	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
<b>Sachanlagen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>21,4</b>	<b>24,4</b>	<b>26,9</b>	<b>30,4</b>	<b>35,4</b>	<b>39,6</b>	<b>46,6</b>	<b>47,5</b>	<b>48,5</b>
Grundstücke	EUR Mio.	n/a	n/a	12,0	11,3	13,3	15,5	17,1	17,4	17,8
Technische Anlagen und Maschinen	EUR Mio.	n/a	n/a	10,7	10,6	12,2	13,3	18,1	18,5	18,8
Andere Anlagen, BGA	EUR Mio.	n/a	n/a	3,6	4,7	5,4	5,9	6,3	6,4	6,5
Geleistete Anzahlungen, Anlagen im Bau	EUR Mio.	n/a	n/a	0,7	3,8	4,4	4,8	5,1	5,2	5,3
<b>Finanzanlagen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>
Beteiligungen	EUR Mio.	0,3	0,6	2,2	1,5	0,4	1,2	1,4	1,5	1,7
Sonstige Ausleihungen	EUR Mio.	0,2	0,3	0,3	0,3	1,7	0,2	0,2	0,2	0,2
Latente Steuerforderungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	3,9	5,1	5,9	2,0	2,0	2,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>45,0</b>	<b>35,4</b>	<b>41,8</b>	<b>46,4</b>	<b>55,4</b>	<b>61,4</b>	<b>62,6</b>	<b>65,7</b>	<b>68,6</b>
<b>Vorräte</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>20,9</b>	<b>18,4</b>	<b>19,8</b>	<b>24,9</b>	<b>27,7</b>	<b>25,9</b>	<b>26,6</b>	<b>28,0</b>	<b>29,4</b>
DIO	d	56	43	43	53	55	44	45	46	46
Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe	EUR Mio.	12,4	9,8	9,5	10,8	14,0	11,7	12,1	13,0	13,9
Unfertige Erzeugnisse	EUR Mio.	4,9	5,8	7,3	10,8	10,3	10,6	11,0	11,3	11,6
Fertige Erzeugnisse und Waren	EUR Mio.	3,7	2,8	2,9	3,3	3,4	3,5	3,6	3,7	3,8
Geleistete Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Forderungen und sonstige Vgg.</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>24,0</b>	<b>17,0</b>	<b>22,1</b>	<b>21,5</b>	<b>27,7</b>	<b>35,5</b>	<b>36,0</b>	<b>37,7</b>	<b>39,2</b>
DSO	d	50	38	35	38	38	43	48	47	48
Forderungen aus L&L	EUR Mio.	13,5	11,4	13,5	12,7	17,0	23,8	24,1	25,5	26,8
Forderungen gegen verbundene Unternehmen	EUR Mio.	0,1	0,3	1,1	1,2	1,2	0,7	0,7	0,7	0,7
Steuerforderungen	EUR Mio.	0,8	0,7	1,0	1,1	1,9	1,8	1,8	1,7	1,7
Sonstige finanzielle Vermögensgegenstände	EUR Mio.	8,9	3,9	5,9	5,2	5,5	6,9	7,1	7,3	7,6
Sonstige nicht-finanzielle Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,7	0,6	0,6	1,3	2,1	2,2	2,3	2,4	2,4
Kassenbestand	EUR Mio.	1,2	1,4	2,6	15,5	9,0	18,3	17,0	20,7	1,8
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	2,6	2,5	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summe Aktiva</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>74,8</b>	<b>68,7</b>	<b>82,2</b>	<b>105,8</b>	<b>116,8</b>	<b>135,2</b>	<b>138,5</b>	<b>146,4</b>	<b>131,6</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz 2010-2018e (Passiva)

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Eigenkapital</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>16,4</b>	<b>15,6</b>	<b>26,4</b>	<b>26,4</b>	<b>31,0</b>	<b>34,2</b>	<b>36,9</b>	<b>43,4</b>	<b>52,2</b>
Eigenkapitalquote	%	22,0%	22,7%	32,1%	25,0%	26,5%	25,3%	26,7%	29,6%	39,6%
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	3,6	3,6	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Kapitalrücklage	EUR Mio.	0,5	0,5	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9	10,9
Gewinnrücklage	EUR Mio.	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Sonstige Rücklagen	EUR Mio.	0,0	-0,4	-1,1	-1,8	0,6	2,7	0,6	0,6	0,6
Anteile Dritter	EUR Mio.	2,7	2,8	3,1	3,4	4,1	5,3	6,2	7,1	8,2
Differenz aus Währungsumrechnung	EUR Mio.	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Konzernergebnisvortrag	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzgewinn	EUR Mio.	10,4	8,8	8,7	9,2	10,7	10,6	14,5	20,0	27,8
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>22,0</b>	<b>11,9</b>	<b>12,1</b>	<b>38,3</b>	<b>40,7</b>	<b>51,3</b>	<b>51,8</b>	<b>51,4</b>	<b>26,0</b>
Stille Beteiligungen, Nachrangdarlehen	EUR Mio.	10,3	5,1	5,0	3,5	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	7,9	2,3	1,1	0,5	6,7	18,4	17,8	17,3	21,7
davon unter ein Jahr	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
davon über ein Jahr	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anleihe	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	28,6	28,8	29,1	30,0	30,0	0,0
Erhaltene Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten aus L&L	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Passive latente Steuern	EUR Mio.	1,2	1,3	1,1	1,5	1,2	1,5	1,5	1,6	1,7
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	2,1	1,8	2,2	2,1	2,4	2,1	2,1	2,2	2,3
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,5	1,5	2,6	2,1	1,3	0,3	0,3	0,3	0,3
davon Vendor Loan	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>36,3</b>	<b>41,2</b>	<b>43,7</b>	<b>41,0</b>	<b>45,1</b>	<b>49,7</b>	<b>49,8</b>	<b>51,7</b>	<b>53,5</b>
Stille Beteiligungen, Nachrangdarlehen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	1,5	3,2	0,4	0,0	0,0	0,0
Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	10,9	16,4	14,7	0,6	0,8	1,6	1,6	1,6	1,7
davon unter ein Jahr	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
davon über ein Jahr	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Steuerverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,2	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Steuerrückstellungen	EUR Mio.	0,9	0,8	0,8	1,0	0,9	0,7	0,7	0,7	0,8
Verbindlichkeiten ggü. Beteiligungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,4	1,7	2,2	2,8	3,0	3,4	3,7
Verbindlichkeiten aus L&L	EUR Mio.	9,2	10,9	12,6	19,1	21,6	25,2	25,5	27,0	28,3
in % der Umsätze	%	5,2%	5,5%	6,2%	9,0%	9,2%	9,3%	9,4%	9,5%	9,6%
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	10,1	7,5	8,9	7,0	7,9	8,6	8,9	9,2	9,4
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	EUR Mio.	4,9	5,3	5,9	9,9	8,1	9,9	9,6	9,4	9,1
Sonstige nicht-finanzielle Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,2	0,2	0,2	0,2	0,5	0,3	0,3	0,4	0,4
<b>Summe Passiva</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>74,8</b>	<b>68,7</b>	<b>82,2</b>	<b>105,8</b>	<b>116,8</b>	<b>135,2</b>	<b>138,5</b>	<b>146,4</b>	<b>131,6</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz (Normalisierte Fassung) 2010-2018e (Aktiva)

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Anlagevermögen</b>	%	<b>34,7%</b>	<b>42,8%</b>	<b>42,5%</b>	<b>41,5%</b>	<b>44,8%</b>	<b>41,1%</b>	<b>42,5%</b>	<b>41,0%</b>	<b>46,5%</b>
Immaterielle Vermögensgegenstände	%	5,4%	6,0%	6,8%	7,3%	8,4%	6,4%	6,3%	6,0%	6,8%
Immaterielle Vermögenswerte	%	1,8%	2,1%	3,5%	4,7%	6,1%	4,4%	4,3%	4,2%	4,7%
Geschäfts- oder Firmenwert	%	3,6%	3,9%	3,3%	2,6%	2,3%	2,0%	2,0%	1,9%	2,1%
<b>Sachanlagen</b>	%	<b>28,6%</b>	<b>35,5%</b>	<b>32,7%</b>	<b>28,8%</b>	<b>30,3%</b>	<b>29,3%</b>	<b>33,6%</b>	<b>32,4%</b>	<b>36,8%</b>
Grundstücke	%	n/a	n/a	14,6%	10,7%	11,4%	11,4%	12,3%	11,9%	13,5%
Technische Anlagen und Maschinen	%	n/a	n/a	13,0%	10,0%	10,5%	9,9%	13,1%	12,6%	14,3%
Andere Anlagen, BGA	%	n/a	n/a	4,4%	4,5%	4,7%	4,4%	4,5%	4,4%	5,0%
Geleistete Anzahlungen, Anlagen im Bau	%	n/a	n/a	0,8%	3,6%	3,8%	3,6%	3,7%	3,5%	4,0%
<b>Finanzanlagen</b>	%	<b>0,7%</b>	<b>1,3%</b>	<b>3,0%</b>	<b>1,7%</b>	<b>1,8%</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,4%</b>
Beteiligungen	%	0,4%	0,9%	2,7%	1,4%	0,3%	0,9%	1,0%	1,0%	1,3%
Sonstige Ausleihungen	%	0,3%	0,4%	0,3%	0,3%	1,5%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
<b>Umlaufvermögen</b>	%	<b>60,2%</b>	<b>51,5%</b>	<b>50,9%</b>	<b>43,9%</b>	<b>47,4%</b>	<b>45,4%</b>	<b>45,2%</b>	<b>44,9%</b>	<b>52,1%</b>
Vorräte	%	28,0%	26,7%	24,0%	23,5%	23,8%	19,1%	19,2%	19,1%	22,3%
Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe	%	16,6%	14,2%	11,5%	10,2%	12,0%	8,7%	8,7%	8,9%	10,6%
Unfertige Erzeugnisse	%	6,5%	8,4%	8,9%	10,2%	8,8%	7,9%	7,9%	7,7%	8,8%
Fertige Erzeugnisse und Waren	%	4,9%	4,1%	3,6%	3,1%	2,9%	2,6%	2,6%	2,5%	2,9%
Geleistete Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Forderungen und sonstige Vgg.</b>	%	<b>32,1%</b>	<b>24,8%</b>	<b>26,9%</b>	<b>20,4%</b>	<b>23,7%</b>	<b>26,3%</b>	<b>26,0%</b>	<b>25,7%</b>	<b>29,8%</b>
Forderungen aus L&L	%	18,0%	16,6%	16,4%	12,0%	14,6%	17,6%	17,4%	17,4%	20,3%
Ford. gg. verbundene Unternehmen	%	0,2%	0,5%	1,3%	1,1%	1,0%	0,5%	0,5%	0,5%	0,6%
Steuerforderungen	%	1,0%	1,1%	1,2%	1,1%	1,7%	1,4%	1,3%	1,2%	1,3%
Sonstige finanzielle Vgg.	%	11,9%	5,7%	7,2%	4,9%	4,7%	5,1%	5,1%	5,0%	5,7%
Sonstige nicht-finanzielle Vgg.	%	1,0%	0,9%	0,8%	1,2%	1,8%	1,6%	1,6%	1,6%	1,8%
Kassenbestand	%	1,6%	2,0%	3,2%	14,7%	7,7%	13,5%	12,3%	14,2%	1,4%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	3,5%	3,7%	3,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Summe Aktiva</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Bilanz (Normalisierte Fassung) 2010-2018e (Passiva)

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>22,0%</b>	<b>22,7%</b>	<b>32,1%</b>	<b>25,0%</b>	<b>26,5%</b>	<b>25,3%</b>	<b>26,7%</b>	<b>29,6%</b>	<b>39,6%</b>
Gezeichnetes Kapital	%	4,8%	5,2%	5,4%	4,2%	3,8%	3,3%	3,2%	3,0%	3,4%
Kapitalrücklage	%	0,7%	0,7%	13,3%	10,4%	9,4%	8,1%	7,9%	7,5%	8,3%
Gewinnrücklage	%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Sonstige Rücklagen	%	0,0%	-0,6%	-1,3%	-1,7%	0,5%	2,0%	0,4%	0,4%	0,4%
Anteile Dritter	%	3,6%	4,0%	3,7%	3,2%	3,5%	3,9%	4,5%	4,9%	6,2%
Differenz aus Währungsumrechnung	%	-1,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Konzernergebnisvortrag	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bilanzgewinn	%	14,0%	12,9%	10,6%	8,7%	9,1%	7,8%	10,5%	13,7%	21,1%
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	%	<b>29,4%</b>	<b>17,3%</b>	<b>14,8%</b>	<b>36,2%</b>	<b>34,8%</b>	<b>37,9%</b>	<b>37,4%</b>	<b>35,1%</b>	<b>19,7%</b>
Stille Beteiligungen, Nachrangdarlehen	%	13,8%	7,4%	6,1%	3,3%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bankverbindlichkeiten	%	10,6%	3,3%	1,3%	0,4%	5,7%	13,6%	12,9%	11,8%	16,5%
davon unter ein Jahr	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
davon über ein Jahr	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anleihe	%	0,0%	0,0%	0,0%	27,1%	24,7%	21,5%	21,7%	20,5%	0,0%
Erhaltene Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten aus L&L	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Passive latente Steuern	%	1,6%	1,9%	1,4%	1,5%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,3%
Pensionsrückstellungen	%	2,9%	2,6%	2,7%	2,0%	2,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,7%
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	%	0,6%	2,2%	3,2%	2,0%	1,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
davon Vendor Loan	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	%	<b>48,6%</b>	<b>60,0%</b>	<b>53,2%</b>	<b>38,8%</b>	<b>38,6%</b>	<b>36,7%</b>	<b>36,0%</b>	<b>35,3%</b>	<b>40,6%</b>
Stille Beteiligungen, Nachrangdarlehen	%	0,0%	0,0%	0,0%	1,4%	2,7%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Bankverbindlichkeiten	%	14,6%	23,8%	17,9%	0,6%	0,7%	1,2%	1,2%	1,1%	1,3%
davon unter ein Jahr	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
davon über ein Jahr	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Steuerverbindlichkeiten	%	0,0%	0,3%	0,2%	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Steuerrückstellungen	%	1,2%	1,1%	1,0%	1,0%	0,8%	0,5%	0,5%	0,5%	0,6%
Verbindlichkeiten ggü. Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,5%	1,6%	1,9%	2,1%	2,2%	2,3%	2,8%
Verbindlichkeiten aus L&L	%	12,3%	15,9%	15,3%	18,1%	18,5%	18,7%	18,4%	18,4%	21,5%
Sonstige Rückstellungen	%	13,5%	10,9%	10,8%	6,6%	6,8%	6,4%	6,4%	6,3%	7,2%
Sonstige finanzielle Verb.	%	6,6%	7,7%	7,1%	9,3%	6,9%	7,4%	7,0%	6,4%	6,9%
Sonstige nicht-finanzielle Verb.	%	0,2%	0,3%	0,3%	0,1%	0,4%	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%
<b>Summe Passiva</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Cashflow-Statement 2010-2018e

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	3,7	-1,6	-0,1	1,0	1,9	0,7	4,8	6,4	8,8
Abschreibungen	EUR Mio.	6,5	5,1	8,0	6,9	8,1	9,2	10,8	11,0	11,3
Ergebnis aus Abgang von Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Vorratsbestand	EUR Mio.	-8,5	2,6	-1,4	-5,1	-2,9	1,9	-0,8	-1,4	-1,4
Δ Forderungen aus Lief. und Leistungen	EUR Mio.	0,0	2,1	-2,1	0,7	-4,3	-6,8	-0,3	-1,4	-1,3
Δ Forderungen und sonst. Vermögen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,0	-0,2	-1,9	-1,0	-0,2	-0,2	-0,3
Δ aktive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,1	-0,3	2,8	-1,2	-0,8	3,9	0,0	0,0
Δ Rückstellungen	EUR Mio.	4,1	-3,0	1,9	-2,1	1,2	0,4	0,3	0,3	0,3
Δ Verbindlichkeiten Lieferung und Leistung	EUR Mio.	2,7	0,0	0,0	6,6	2,4	3,6	0,3	1,5	1,3
Δ Steuerverbindlichkeiten u.a. Passiva	EUR Mio.	0,0	0,0	0,9	1,7	0,7	0,3	0,4	0,4	0,4
Δ passive RaP / latente Steuern	EUR Mio.	0,0	0,1	-0,1	0,4	-0,3	0,2	0,1	0,1	0,1
Δ erhaltene Anzahlungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	-0,2	1,9	-1,0	0,1	5,0	10,6	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>8,3</b>	<b>7,4</b>	<b>4,8</b>	<b>13,0</b>	<b>8,7</b>	<b>18,2</b>	<b>19,2</b>	<b>16,7</b>	<b>19,4</b>
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	0,0	-0,4	-1,6	0,7	-0,3	0,6	-0,1	-0,1	-0,1
Investitionen in immaterielles Anlagevermögen	EUR Mio.	0,0	-0,1	-1,4	-2,2	-2,1	1,2	-0,1	-0,1	-0,1
Investitionen in Sachanlagevermögen	EUR Mio.	-6,9	-8,1	-10,5	-10,4	-13,0	-13,4	-17,8	-12,0	-12,2
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,5	0,2	-0,8	0,9	-1,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cashflow aus Investitionen</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-6,9</b>	<b>-8,0</b>	<b>-13,4</b>	<b>-12,7</b>	<b>-14,5</b>	<b>-12,5</b>	<b>-18,0</b>	<b>-12,2</b>	<b>-12,4</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>-8,5</b>	<b>0,3</b>	<b>-5,8</b>	<b>5,7</b>	<b>1,2</b>	<b>4,5</b>	<b>6,9</b>
Δ Grundkapital	EUR Mio.	0,0	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Kapitalrücklagen	EUR Mio.	0,0	0,0	10,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Bankverbindlichkeiten	EUR Mio.	2,0	-5,7	-1,2	-14,7	6,5	12,4	-0,5	-0,5	4,5
Δ Anleihe	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	28,6	0,2	0,3	0,9	0,0	-30,0
Δ sonst. verzinsliche Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-3,2	1,0	1,1	1,9	-4,1	-2,1	-0,7	-0,3	-0,3
Abzüglich Dividende Vorjahr	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,6	-1,5	-3,2	-3,2	-7,0	-2,1	0,0	0,0
<b>Cashflow aus Finanzierung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>-1,2</b>	<b>-4,1</b>	<b>9,7</b>	<b>12,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>3,6</b>	<b>-2,4</b>	<b>-0,8</b>	<b>-25,8</b>
Zahlungsmittelzufluss (netto)	EUR Mio.	0,2	-4,7	1,2	12,9	-6,5	9,3	-1,2	3,7	-18,9
Währungsanpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel Beginn Periode	EUR Mio.	1,0	1,2	1,4	2,6	15,5	9,0	18,3	17,0	20,7
<b>Liquide Mittel Ende Periode</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>2,6</b>	<b>15,5</b>	<b>9,0</b>	<b>18,3</b>	<b>17,0</b>	<b>20,7</b>	<b>1,8</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Auf einen Blick 2010-2018e

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Key Data</b>										
Umsatz	EUR Mio.	175,9	197,5	202,6	211,8	233,8	270,7	270,8	284,0	295,2
Rohertrag	EUR Mio.	39,4	40,0	35,6	41,7	49,0	56,3	55,9	59,8	63,3
EBITDA	EUR Mio.	14,5	7,9	11,4	11,9	16,0	17,4	24,4	26,6	28,7
EBIT	EUR Mio.	8,0	2,9	3,5	5,0	8,0	8,2	13,6	15,5	17,5
EBT	EUR Mio.	5,5	-0,3	0,7	2,2	2,8	2,2	6,8	9,2	12,6
Nettoergebnis	EUR Mio.	3,7	-1,6	0,2	1,0	1,9	0,7	4,8	6,4	8,8
Anzahl Mitarbeiter		1.526	1.790	1.924	1.999	2.059	2.066	2.154	2.219	2.285
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>										
EBITDA-Marge	%	8,3%	4,0%	5,6%	5,6%	6,9%	6,4%	9,0%	9,3%	9,7%
EBIT-Marge	%	4,5%	1,4%	1,7%	2,4%	3,4%	3,0%	5,0%	5,5%	5,9%
EBT-Marge	%	3,1%	-0,1%	0,3%	1,0%	1,2%	0,8%	2,5%	3,2%	4,3%
Netto-Marge	%	2,1%	-0,8%	0,1%	0,5%	0,8%	0,2%	1,8%	2,3%	3,0%
FCF-Marge	%	0,8%	-0,3%	-4,2%	0,1%	-2,5%	2,1%	0,4%	1,6%	2,3%
ROE	%	22,3%	-10,1%	0,8%	3,8%	6,0%	2,0%	12,9%	14,8%	16,9%
NWC/Umsatz	%	14,3%	9,5%	10,2%	8,7%	9,9%	9,0%	9,3%	9,4%	9,4%
Pro-Kopf-Umsatz	EURk	115,3	110,3	105,3	105,9	113,5	131,0	125,7	128,0	129,2
Pro-Kopf-EBIT	EURk	5,2	1,6	1,8	2,5	3,9	4,0	6,3	7,0	7,7
<b>Wachstumsraten</b>										
Umsatz	%	n/a	12,3%	2,6%	4,5%	10,4%	15,8%	0,1%	4,9%	3,9%
Rohertrag	%	n/a	1,5%	-11,0%	17,0%	17,7%	14,9%	-0,7%	6,9%	5,9%
EBITDA	%	n/a	-45,4%	44,1%	4,0%	35,0%	8,2%	40,7%	8,7%	8,3%
EBIT	%	n/a	-64,3%	21,4%	44,4%	59,4%	2,3%	66,5%	14,1%	12,7%
EBT	%	n/a	n/a	n/a	227,2%	25,9%	-20,6%	210,1%	34,7%	37,1%
Nettoergebnis	%	n/a	n/a	n/a	358,2%	85,6%	-63,9%	607,0%	34,7%	37,1%
<b>Bilanzkennzahlen</b>										
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	26,0	29,4	35,0	43,9	52,4	55,5	58,8	60,0	61,2
Umlaufvermögen	EUR Mio.	45,0	35,4	41,8	46,4	55,4	61,4	62,6	65,7	68,6
Eigenkapital	EUR Mio.	16,4	15,6	26,4	26,4	31,0	34,2	36,9	43,4	52,2
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	58,3	53,1	55,9	79,3	85,8	100,9	101,6	103,1	79,5
EK-Quote	%	22,0%	22,7%	32,1%	25,0%	26,5%	25,3%	26,7%	29,6%	39,6%
Gearing	x	2,0	1,9	1,0	1,1	1,2	1,2	1,1	0,9	0,6
Working Capital	EUR Mio.	25,2	18,8	20,6	18,4	23,2	24,5	25,2	26,6	27,9
Bruttoverschuldung	EUR Mio.	34,6	30,5	29,8	48,3	51,3	62,5	62,4	61,9	36,5
Liquidität	EUR Mio.	1,2	1,4	2,6	15,5	9,0	18,3	17,0	20,7	1,8
Nettoverschuldung	EUR Mio.	33,4	29,1	27,2	32,8	42,3	44,2	45,4	41,2	34,6
Acid Test	x	1,6	1,2	1,3	1,5	1,2	1,7	1,6	1,7	1,0
Current Ratio	x	3,7	2,7	2,6	2,0	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN										

## DVFA-Kennzahlen 2010-2018e

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Kennzahlen zur Kapitaldienstdeckung</b>										
EBITDA Interest Coverage	x	4,64x	2,77x	5,06x	3,87x	4,00x	4,29x	4,96x	5,68x	8,37x
EBIT Interest Coverage	x	2,55x	1,00x	1,53x	1,63x	1,99x	2,02x	2,76x	3,32x	5,09x
<b>Kennzahlen zur Verschuldung</b>										
Total Debt/EBITDA	x	2,38x	3,84x	2,61x	4,07x	3,20x	3,60x	2,56x	2,33x	1,27x
Total Net Debt/EBITDA	x	2,30x	3,67x	2,38x	2,76x	2,64x	2,55x	1,86x	1,55x	1,20x
<b>Kennzahlen zur Kapitalstruktur</b>										
Risk Bearing Capital	x	0,33x	0,27x	0,36x	0,28x	0,27x	0,25x	0,27x	0,30x	0,40x
Total Debt/Capital	x	0,68x	0,66x	0,53x	0,65x	0,62x	0,65x	0,63x	0,59x	0,41x
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN										

## Anleihebedingungen im Überblick

**TABELLE 10: ÜBERBLICK ÜBER DIE ANLEIHEBEDINGUNGEN**

Emittentin	Alfmeier Präzision SE (GER)
Emissionsvolumen	Bis zu EUR 30,0 Mio.
davon platziert	EUR 30,0 Mio.
Stückelung	EUR 1.000,00
Laufzeit	29.10.2013-29.10.2018 (5 Jahre)
Valuta	29.10.2013
Kupon	7,50%
Zinszahlungstermin	Jährlich am 29.10.
Zeichnungsfrist mit Xetra-Zeichnungsfunktionalität	15.10. -25.10.2013 (vorzeitig beendet am 15.10.2013)
Handelsbeginn	16.10.2013 (Handel per Erscheinen)
Emittenten-Rating (Creditreform)	BB
Emissions-Rating	n/a
Status	Nicht nachrangig
Besicherung	Verpfändung der jeweils 100%igen Anteile an der KITE Electronics GmbH, der k3 works GmbH und der von der Alfmeier Corporation, USA, gehaltenen 73,7% Anteile an der Alfmeier Friedrichs & Rath, LLC, USA
Garantien	Unbedingte und unwiderrufliche Garantie durch die RKT Rodinger Kunststoff-Technik GmbH
Mittelverwendung	Rückführung bestehender KK-Linien (~40,0%) Organisches Wachstum (~40,0%) Allgemeine Unternehmenszwecke (~20,0%)
Covenants	Change of Control Pari Passu Cross Default bei Finanzverbindlichkeiten >EUR 1,0 Mio. Begrenzung der Dividendenausschüttung (<50,0% des bereinigten Jahresüberschusses) Limitation on asset disposal bei Verkauf wesentlicher Vermögensteile Keine Sicherheiten zur Besicherung von Kapitalmarktverbindlichkeiten
Negativverpflichtung	-
Sonderrechte der Anleihegläubiger	-
Ausgabekurs	100,0%
Rückzahlungskurs	100,0%
Vorzeitiges Kündigungsrecht Emittentin (Call)	29. Oktober 2017 zu 101,50% des Nennbetrags
Vorzeitiges Kündigungsrecht Gläubiger (Put)	Aus steuerlichen Gründen Bei Verletzung der Covenants
Mindestanlage	EUR 1.000,00
Börsenplatz	Entry Standard für Anleihen, Frankfurter Wertpapierbörse
Dokumentation	Billigung durch CSSF, Passporting nach Deutschland und Österreich
Öffentliches Angebot	Deutschland, Österreich, Luxemburg
Privatplatzierung	Internationale institutionelle Investoren
Vertriebsrestriktionen	USA, Kanada, Japan
Reuters	A1FP.DE
Bloomberg	ALFPAE Corp
ISIN	DE000A1X3MA5
WKN	A1X3MA

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL



Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Studie wurde erstellt durch die



Beim Kraftwerk 8 | 82065 Baierbrunn bei München | Deutschland | Telefon +49 (89) 74443558 | Fax +49 (89) 74443445

**Disclaimer**

Diese Studie wurde von der Sphene Capital GmbH erstellt und ist in der Bundesrepublik Deutschland nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf eigene Rechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Diese Studie ist ausschließlich für den Gebrauch ihrer Empfänger bestimmt. Sie darf ohne schriftliche Zustimmung der Sphene Capital GmbH weder gänzlich noch teilweise vervielfältigt, noch an Dritte weiter gegeben werden. Diese Studie dient lediglich Informationszwecken und wird auf vertraulicher Basis übermittelt. Die in dieser Studie behandelten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Investoren nicht geeignet sein, abhängig von dem jeweiligen Anlageziel und geplanten Anlagezeitraum oder der jeweiligen Finanzlage. Diese Studie kann eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte kontaktieren Sie den Investmentberater Ihrer Bank.

Diese Studie darf in anderen Rechtsordnungen nur im Einklang mit dem dort geltenden Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Studie gelangen, sollten sich über die jeweils geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Studie oder eine Kopie von ihr darf im Vereinigten Königreich nur an folgende Empfänger verteilt werden: (a) Personen, die über berufliche Erfahrung in Anlagedingen verfügen, die unter Artikel 19(1) der „Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001“ (Verordnung über die Werbung für Finanzprodukte von 2001 im Rahmen des Gesetzes über Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte von 2000) (die „Verordnung“) fallen, oder (b) Unternehmen mit umfangreichem Vermögen, die unter Artikel 49(2)(A) bis (D) der Verordnung fallen, sowie sonstige Personen, an die das Dokument gemäß Artikel 49(1) der Verordnung rechtmäßig übermittelt werden darf (alle diese Personen werden zusammen als „Relevante Personen“ bezeichnet). Jede Person, bei der es sich nicht um eine Relevante Person handelt, sollte diese Studie und deren Inhalt nicht als Informations- oder Handlungsbasis betrachten.

Diese Studie stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Finanzinstruments des analysierten Unternehmens oder zum Abschluss eines Beratungsvertrags dar. Weder diese Studie noch irgendwelche Bestandteile darin bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitiger Verpflichtungen irgendeiner Art. Sphene Capital GmbH und mit ihr verbundene Unternehmen lehnen jegliche Haftung für Schäden im Zusammenhang mit der Veröffentlichung und/oder Verwendung dieser Studie oder ihrer Inhalte ab. Weder Sphene Capital GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen geben eine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit und Richtigkeit der in dieser Studie enthaltenen Informationen ab. Eine unabhängige Überprüfung der verwendeten Informationen wurde nicht vorgenommen. Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen sind diejenigen des Verfassers dieser Studie, die im Zusammenhang mit seiner Research-Tätigkeit abgegeben werden. Sie entsprechen dem Stand der Erstellung dieser Studie und können sich aufgrund künftiger Ereignisse und Entwicklungen ändern. Weder der Sphene Capital GmbH noch einem mit der Sphene Capital GmbH verbundenen Unternehmen können solche Aussagen automatisch zugerechnet werden. **Sphene Capital GmbH behält sich das Recht vor, in dieser Studie geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu widerrufen oder zu ändern.** Sphene Capital GmbH hat möglicherweise Studien veröffentlicht, die im Hinblick auf in dieser Studie enthaltene Informationen zu anderen Ergebnissen kommen. Diese Studien können die unterschiedlichen Annahmen und Herangehensweisen ihrer Verfasser reflektieren. Aussagen der Vergangenheit dürfen nicht als Indiz oder Garantie für nachfolgende Aussagen angesehen werden. Vielmehr werden hinsichtlich zukünftiger Aussagen weder explizit noch implizit Zusicherungen oder Garantien abgegeben.

Diese Studie wird per Email und/oder per Post an professionelle Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.

**Bei den in dieser Studie genannten Anleihekursen handelt es sich um die XETRA-Schlusskurse oder, wenn ein XETRA-Kurs nicht existiert, um den Kurs der jeweiligen nationalen Börse, des dem Tag der Studie vorangehenden Handelstages.**

Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

- Buy:** Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.
- Hold:** Wir rechnen mit einer Out-/ Underperformance zur Benchmark DAX um maximal 10%.
- Sell:** Wir rechnen mit einem Rückgang des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

**Risikoeinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)**

Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit, dass das Ergebnis des analysierten Unternehmens von dem von uns prognostizierten Ergebnis aufgrund von unternehmens- oder marktspezifischen Gegebenheiten um mehr als 20% abweicht:

Risiko	Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit
Sehr hoch	>80%
Hoch	50-80%
Mittel	20-50%
Niedrig	<20%

**Angaben zu möglichen Interessenkonflikten gemäß § 34b Abs. 1 Nr. 2 WpHG und Finanzanalyseverordnung**

Gemäß § 34b Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung besteht u. a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen

- Ⓢ an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine Beteiligung von mehr als 5% hält,
- Ⓢ in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem Konsortium war, das die Wertpapiere des analysierten Unternehmens übernommen hat,
- Ⓢ die Wertpapiere des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages betreut,
- Ⓢ in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages Investmentbanking-Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging,
- Ⓢ mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen hat,
- Ⓢ und mit diesem verbundene Unternehmen regelmäßig Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate handeln,
- Ⓢ oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

**Sphene Capital GmbH verwendet die folgenden Keys:**

- Key 1:** Das analysierte Unternehmen hat für die Erstellung dieser Studie aktiv Informationen bereitgestellt.
- Key 2:** Diese Studie wurde vor Verteilung dem analysierten Unternehmen zugeleitet und im Anschluss daran wurden Änderungen vorgenommen. Dem analysierten Unternehmen wurde dabei kein Research-Bericht oder -Entwurf zugeleitet, der bereits eine Anlageempfehlung oder ein Kursziel enthielt.
- Key 3:** Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Sphene Capital GmbH und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.
- Key 4:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.
- Key 5:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Aktien des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.
- Key 6:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.

- Key 7:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder eine ihr nahestehende Person/nahestehendes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie war innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- Key 8:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung dieser Studie getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung hat Sphene Capital GmbH eine marktübliche, vorab entrichtete Flat-Fee erhalten.
- Key 9:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisionseinnahmen beteiligt.
- Key 10:** Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.

**Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen:**

<b>Datum:</b>	<b>Interessenskonflikte (Key-Angabe)</b>
30.06.2016	1, 8
10.11.2015	1, 8
30.09.2015	1, 2, 8
07.07.2015	1, 2, 8
22.09.2014	1, 2, 8
06.06.2014	1, 2, 8
28.10.2013	1, 2, 8

Ein Überblick über die Anlageempfehlungen der Sphene Capital GmbH ist abrufbar unter <http://www.sphene-capital.de>

**Erklärungen gemäß § 34b Abs. 1 Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung:**

**Informationsquellen**

Die Studie basiert auf Informationen, die aus sorgfältig ausgewählten öffentlich zugänglichen Quellen stammen, insbesondere von Finanzdatenanbietern, den Veröffentlichungen des analysierten Unternehmens und anderen öffentlich zugänglichen Medien.

**Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter**

Für die Erstellung der Studie wurden unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Aktienanalyse, quantitative statistische Methoden und Modelle, sowie Verfahrensweisen der technischen Analyse verwendet (inter alia historische Bewertungsansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder Sum-Of-The-Parts-Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle, der Economic-Profit-Ansatz, Multiplikatoren Modelle oder Peergroup-Vergleiche). Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Währungen, Zinsen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen und politische Entwicklungen die Bewertungen von Unternehmen.

Gewählte Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich auch auf den einzelnen Modellen basierende Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf Monaten ausgerichteten Anlageempfehlungen können ebenfalls Marktbedingungen unterworfen sein und stellen deshalb eine Momentaufnahme dar. Die erwarteten Kursentwicklungen können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

**Erklärung des Erstellers dieser Studie**

Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen entsprechen den Ansichten des Verfassers dieser Studie. Die Vergütung des Erstellers einer Studie hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen, die in der Studie geäußert werden, zusammen.