



Researchstudie (Update Anno)



Stand 02.04.2008

Fairer Wert: 6,31 €

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 12

02.04.2008**Alphaform AG^{(5)*, (7)}****KAUFEN****Kursziel: 6,31 €**

Kurs: 3,50 €

31. März 2008
15:19 Uhr Xetra**Letztes Rating/
Kursziel:**
KAUFEN/ 6,31 €**Marktsegment:**
Prime Standard**Rechnungslegung:**
IFRS**Analysten:****Philipp Leipold**
leipold@gbc-ag.de**Felix Gode**
gode@gbc-ag.de**IR-Kontakt:**Alphaform AG
Kapellenstraße 10
D-85622 Feldkirchen**Tel.:** +89 -90 500 2-35
Fax: +89 -90 500 2-19ir@alphaform.de
www.alphaform.de**Unternehmensprofil:****Branche:** Kunststoffverarbeitung
Fokus: Rapid Prototyping, Rapid Tooling**Mitarbeiter:** 141 (31.12.2007)**Firmensitz:** Feldkirchen, D**Gründung:** 1996**Vorstand:** Dr. Thomas Vetter**WKN:** 548795**ISIN:** DE0005487953**Börsenkürzel:** ATF**Anzahl Aktien:** 5,318 Mio.**Marktkap.:** 18,61 Mio. €**Streubesitz:** 43 %**52 W Hoch:** 4,44 €**52 W Tief:** 2,95 €**Durchs. Tagesvolumen :** 20.870 €

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

~ 548795 ATF, Tageschart [Close] - 27.03.2007 - 01.04.2008 - 3.48



In Mio. €	2006	2007	2008e	2009e
Umsatz	20,78	22,12	23,30	24,60
EBITDA	3,30	3,07	3,38	3,80
EBIT	1,67	1,50	1,88	2,40
Jahresüberschuss	2,18	2,22	2,08	2,46
In €				
Gewinn je Aktie	0,40	0,41	0,39	0,46
Dividende je Aktie	-	0,15	0,20	0,25
In %				
EBITDA-Marge	15,90	13,82	14,50	15,44
EBIT-Marge	8,05	6,76	8,06	9,75
Dividendenrendite	-	4,3	5,7	7,1
Kennzahlen				
EV/Sales	0,38	0,28	0,26	0,25
EV/EBITDA	1,87	2,01	1,83	1,62
KGV	8,67	8,38	8,96	7,56
KBV (zum 31.12.2007)			0,90	

Highlights:

- Dividendenankündigung von 0,15 € je Aktie
- Liquide Mittel von rund 2,2 € je Aktie
- EPS leicht ansteigend in 2007 auf 0,41 € (2007: 0,40 €)
- Strategischer Planungsprozess bis zum Halbjahr 2008 abgeschlossen

Unternehmen

Profil

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

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

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Multiadvisor Sicav	5 %
Axxion	10 %
Weiteres Management	6 %
Vorstände	1 %
Aufsichtsrat und Familien	35 %
Free Float	43 %
Summe	100 %

Quelle: Alphaform, GBC

Geschäftsentwicklung 2007

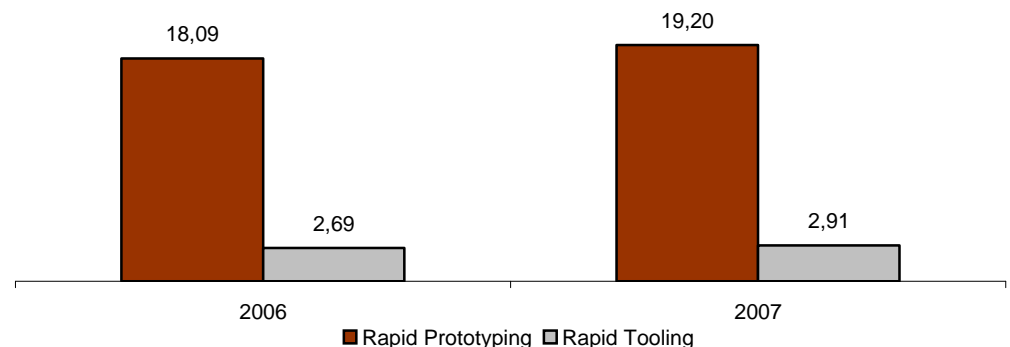
in Mio. €	2006	2007	06 vs. 07
Umsatz Gesamt	20,78	22,12	+ 6,44 %
Umsatz - Rapid Prototyping	18,09	19,20	+ 6,14 %
Umsatz - Rapid Tooling	2,69	2,91	+ 8,18 %
EBITDA	3,30	3,07	- 6,97 %
EBIT	1,67	1,50	- 10,18 %
Periodenergebnis	2,18	2,22	+ 1,83 %
EPS in €	0,41	0,42	

Quelle: Alphaform, GBC

Umsatzentwicklung

Die Alphaform AG kann auf ein erfolgreiches abgelaufenes Geschäftsjahr 2007 zurückblicken und konnte den Wachstumstrend des vergangenen Jahres auch in 2007 weiter fortsetzen. Insgesamt verzeichnete die Alphaform AG im Jahr 2007 einen Umsatzzuwachs von 6,44 % auf 22,12 Mio. € (VJ: 20,78 Mio. €). Die Umsatzerlöse wurden im abgelaufenen Geschäftsjahr positiv durch Handelsgeschäfte mit Stereolithografie-Maschinen beeinflusst. Dieser außerordentliche Umsatzbeitrag belief sich in 2007 auf 0,91 Mio. € und wurde im dritten und vierten Quartal verbucht. Beide Geschäftsbereiche leisteten in 2007 einen Beitrag zum Umsatzwachstum. Im umsatzstärkeren Bereich Rapid Prototyping konnten die Umsatzerlöse um 6,14 % von 18,09 Mio. € in 2006 auf 19,20 Mio. € in 2007 gesteigert werden. In dem zweiten Geschäftsbereich Rapid Tooling erhöhten sich die Umsatzerlöse um 8,18 % auf 2,91 Mio. € (VJ: 2,69 Mio. €). Die nachfolgende Graphik veranschaulicht die Umsatzentwicklung der beiden Geschäftsbereiche.

Entwicklung der beiden Geschäftsbereiche (in Mio. €)



Quelle: Alphaform, GBC

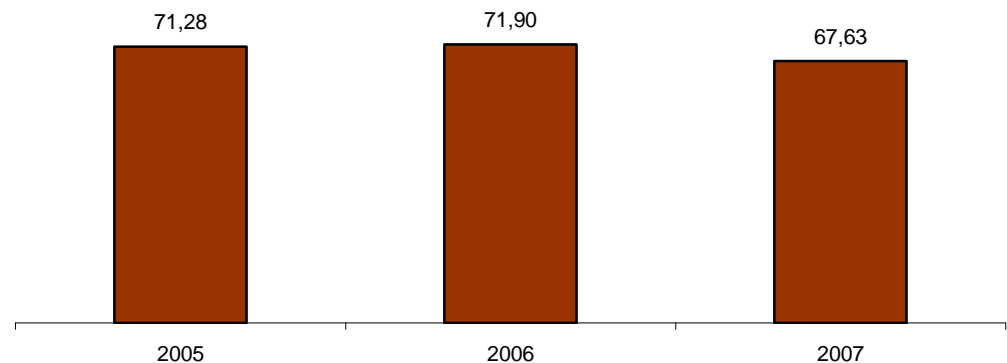
Die Umsatzerlöse, die mit der Automobilbranche erzielt wurden, waren in 2007 leicht rückläufig, dagegen wurden die Umsätze im Non-Automotive Bereich von 13,3 Mio. € in 2006 auf 15,0 Mio. € in 2007 weiter ausgebaut. Der Umsatzanteil, der auf den Bereich Non-Automotive entfällt, konnte somit auf 67,9 % (VJ: 64,1 %) erhöht werden. Auf dem

deutschen Heimatmarkt erzielte die Alphaform AG einen Umsatz in Höhe von 16,0 Mio. €, was gegenüber dem vergleichbaren Vorjahreswert von 13,4 Mio. € einem deutlichen Zuwachs entspricht. Damit belief sich der im Inland erzielte Umsatzanteil auf 72,4 % (VJ: 64,6 %). Ebenfalls positiv entwickelten sich die beiden ausländischen Tochterunternehmen Alphaform RPI, Finnland und Alphaform Limited, UK. Die finnische Tochter verzeichnete einen leichten Umsatzanstieg von 1,60 Mio. € in 2006 auf 1,71 Mio. € in 2007. Auch die englische Tochtergesellschaft konnte die Umsatzerlöse im Vergleich zum Vorjahr von 1,56 Mio. € auf 1,61 Mio. € in 2007 steigern.

Ergebnisentwicklung

Der Rohertrag lag im abgelaufenen Geschäftsjahr mit 14,96 Mio. € (VJ: 14,94 Mio. €) annähernd auf dem Niveau der vergleichbaren Vorjahresperioden. Dies entspricht einer Rohertragsmarge von 67,63 % (VJ: 71,90 %). Der Rückgang der Rohertragsmarge ist auf eine Reihe von Gründen zurückzuführen. Neben den Handelsumsätzen mit Stereolithografie-Maschinen, die durch eine niedrige Rohertragsmarge gekennzeichnet waren, ist die rückläufige Rohertragsmarge vor allem durch den erhöhten Anteil an zugekauften Leistungen von den osteuropäischen Kooperationspartnern zu erklären. Bereinigt um die Handelsumsätze wäre die Rohertragsmarge deutlich besser ausgefallen. Die folgende Graphik zeigt die Entwicklung der Rohertragsmarge für den Zeitraum 2005 bis 2007.

Entwicklung Rohertragsmarge (in %)



Quelle: Alphaform, GBC

Die Personalaufwendungen gingen in 2007 gegenüber dem Vorjahr um rund 0,16 Mio. € auf 6,89 Mio. € (VJ: 7,04 Mio. €) zurück. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen erhöhten sich um 0,41 Mio. € auf 5,00 Mio. €. Ursächlich für diesen Anstieg sind Aufwendungen in Höhe von 0,12 Mio. € im Zusammenhang mit der Neubesetzung des Vorstandspostens sowie höheren Aufwendungen für den Einsatz von Zeitarbeitern von rund 0,3 Mio. €.

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen lag in 2007 bei 3,07 Mio. € (VJ: 3,30 Mio. €). Das operative Ergebnis wurde belastet durch die deutliche Abwertung des britischen Pfunds gegenüber dem Euro, so dass die Geschäftseinheit North Europe trotz eines Umsatzanstieges von 8,5 % einen Verlust von 0,07 Mio. € (VJ: 0,11 Mio. €) ausweisen musste. Die Abschreibungen sanken leicht im Vergleich zum Jahr 2006 und beliefen sich auf 1,57 Mio. € (VJ: 1,63 Mio. €).

Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) lag in 2007 mit 1,50 Mio. € leicht unter dem vergleichbaren Vorjahreswert von 1,67 Mio. €. Der hohe Bestand an liquiden Mitteln führte auch in 2007 zu einem deutlich positiven Finanzergebnis. Gegenüber dem Vorjahr verbesserte sich das Finanzergebnis um knapp 0,20 Mio. € auf 3,72 Mio. €. Wie schon im Vorjahr hatte die Aktivierung von latenten Steuern auf noch bestehende Verlustvorträge einen Steuerertrag zur Folge, der sich auf 0,39 Mio. € belief. Die tatsächliche Steuerlast betrug -0,05 Mio. € (VJ: -0,05 Mio. €). Unter Berücksichtigung des positiven Steuereffekts lag der Jahresüberschuss bei 2,22 Mio. € (VJ: 2,18 Mio. €), was einem Ergebnis pro Aktie von 0,42 € (VJ: 0,40 €) entspricht.

Bilanzielle und finanzielle Situation

Die finanzielle Lage der Alphaform AG ist nach wie vor als sehr komfortabel und solide zu bezeichnen. Die Eigenkapitalquote verbesserte sich nochmals von 83,26 % in 2006 auf 85,09 % in 2007. Der Buchwert je Aktie lag zum Jahresende bei 3,88 €, was ein aktuelles Kurs-Buchwert-Verhältnis von unter 1 impliziert. Der Bestand an liquiden Mitteln erhöhte sich im Jahresverlauf weiter und lag zum Stichtag bei 11,88 Mio. €. Dies entspricht liquiden Mitteln von 2,23 € je Aktie und eröffnet der Alphaform AG die notwendigen finanziellen Freiräume, um das Wachstum in Zukunft voranzutreiben.

Der operative Cash Flow fiel auch im vergangenen Geschäftsjahr 2007 mit 2,66 Mio. € wieder deutlich positiv aus und stellte sicher, dass die Investitionen von 1,51 Mio. € aus dem laufenden operativen Geschäft finanziert werden konnten. Der leicht niedrigere Cash Flow in 2007 ist vor allem auf einen gestiegenen Working Capital Bedarf bei der Alphaform AG zurückzuführen. So kam es durch den Aufbau wichtiger Rohstoffe zu einem Anstieg beim Vorratsvermögen von mehr als 0,6 Mio. €. Der Free Cash Flow betrug 1,41 Mio. € in 2007 (VJ: 3,18 Mio. €).

Alphaform verfügt noch über steuerliche nutzbare Verlustvorträge von über 10 Mio. €, wobei ein Großteil der Verlustvorträge bei der deutschen Gesellschaft liegen. Infolge der hohen Verlustvorträge erfolgte eine Anpassung der aktiven latenten Steuern um 0,39 Mio. € auf nunmehr 0,62 Mio. € zum 31.12.2007.

Des Weiteren hat die Alphaform AG angekündigt, für das abgelaufene Geschäftsjahr eine Dividende je Aktie in Höhe von 0,15 € an die Aktionäre auszuschütten. Hieraus errechnet sich eine Ausschüttungsquote von knapp 36 %. Auf Basis des aktuellen Kurses entspricht dies einer Dividendenrendite von mehr als 4 %.

SWOT - ANALYSE

Stärken

- Hoher steuerlich nutzbarer Verlustvortrag von über 10 Mio. €
- Sehr gesunde Bilanz mit einem hohen Bestand an liquiden Mitteln von annähernd 12 Mio. €
- Deutlich positiver Freier Cash Flow in 2006 und 2007
- Niedriger Working Capital Bedarf
- International gut positioniert mit Standorten in Deutschland, Skandinavien und Großbritannien
- Kooperation mit osteuropäischen Partnern ermöglicht kostengünstige Produktion

Schwächen

- Aufgrund der kurzen Vorlaufzeiten gewisse Planungsunsicherheiten im Bereich Rapid Prototyping
- Abhängigkeit von den Entwicklungsbudgets der Kunden

Chancen

- Fortschreitende Marktkonsolidierung führt zu einer Verbesserung der Margensituation
- Höhere Planungssicherheit aufgrund des Ausbaus des Bereiches Rapid Tooling
- Weiterer Ausbau der Geschäftsbeziehungen nach Osteuropa
- Bilanzielle Situation bietet den finanziellen Freiraum für Übernahmen
- Weitere Expansion im skandinavischen Raum
- Dynamisch wachsendes Segment des Rapid Manufacturing gewinnt zunehmend an Bedeutung

Risiken

- Anhaltender Margendruck in der Automobilbranche
- Eintrübung der konjunkturellen Rahmenbedingungen könnte Umsatzeinbußen herbeiführen

Prognose und Modellannahmen

Wir gehen davon aus, dass die Alphaform AG im laufenden Geschäftsjahr die positive Umsatzentwicklung fortschreiben wird. Unsere Umsatzschätzung sieht einen Anstieg um 5,36 % auf dann 23,30 Mio. € vor. Getragen werden sollte der Zuwachs zum einen von einer weiteren Umsatzausweitung an den deutschen Standorten. So sollte das Geschäft mit Kleinserien für Nischenprodukte und Spezialanwendungen im laufenden Jahr weiter ausgebaut werden. Hier konnten bereits im letzten Jahr vor allem in den Branchen Elektronik und Medizintechnik eine Reihe von Neukunden akquiriert werden. Unterstützend sollte es sich auswirken, dass Alphaform in einem wachsenden Markt aktiv ist.

Viel versprechend sind auch die Marktpotentiale im Bereich des Rapid Manufacturing, also der Herstellung von Endprodukten und Serienteilen aus CAD-Daten. Dieser Bereich machte im Jahr 2007 noch einen sehr geringen Umsatzanteil bei der Alphaform AG aus. Hier gehen wir jedoch in den kommenden Jahren von einem dynamischen Marktwachstum aus, von dem die Gesellschaft entsprechend profitieren sollte.

Des Weiteren gehen wir im laufenden Jahr von einer Ausweitung der bestehenden Aktivitäten in Osteuropa aus. Bereits im abgelaufenen Jahr erreichte Alphaform deutliche Fortschritte in dieser Region. In Zusammenarbeit mit den in Ungarn ansässigen Kooperationspartnern erfolgt die Produktion. Die osteuropäischen Partner sind dabei vor allem in den lohnintensiveren sowie in Bereichen mit einer geringeren Wertschöpfung, wie zum Beispiel dem Spritzguss und Formenbau, aktiv. Darüber hinaus erstreckt sich die Zusammenarbeit mit den Partnerunternehmen auf die Erschließung neuer regionaler Absatzmärkte, die zunehmend auch eigene Entwicklungs- und Konstruktionskompetenzen aufbauen. Im Rahmen des derzeit noch andauernden Planungsprozesses wird es zu einer Entscheidung kommen, inwieweit der Aufbau eigener Produktionskapazitäten in Osteuropa eine strategisch sinnvolle Alternative für die Alphaform ist.

Wir sind zuversichtlich, dass sich das Umsatzwachstum bei der finnischen Tochtergesellschaft in 2008 fortsetzt. Hier wurden im abgelaufenen Geschäftsjahr hohe Investitionen von über 0,4 Mio. € in die Erweiterung des Maschinenparks getätigt. Nach dem Ausstieg aus dem Formenbau und der Fokussierung auf den Bereich Rapid Prototyping erwarten wir, dass die Alphaform RPI zukünftig verstärkt neue Regionen in Skandinavien adressieren wird und so den Ausbau des Geschäfts in Skandinavien weiter vorantreibt.

Bei einer leicht rückläufigen Rohertragsmarge in 2008 (2008e: 66,86 %) sollten sich infolge unterproportional zum Umsatz ansteigender sonstiger betrieblicher Aufwendungen und Personalaufwendungen Skaleneffekte einstellen, mit entsprechend positiven Auswirkungen auf die Margensituation. Die Entwicklung der EBITDA-Marge sehen wir auf Jahresbasis daher wieder aufwärts gerichtet. Das EPS für 2008 sehen wir aufgrund einer Steuerquote von 8 % leicht niedriger als in 2007 bei 0,39 €.

Bewertung

DCF-Bewertung

Bestimmung der Kapitalkosten

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

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 4,05 %.

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

Nach unseren internen Schätzungen haben wir ein Beta von 1,08 ermittelt. Hierbei unterstellen wir eine leicht überdurchschnittliche Konjunktursensitivität der Gesellschaft.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,0 % (10-jähriger Zinssatz plus Beta multipliziert mit Risikoprämie). Die Fremdkapitalkosten schätzen wir auf 7 % und werden mit 0 % gewichtet, da wir vollständige Eigenfinanzierung unterstellen. Somit ergibt sich auch ein WACC von 10,0 %.

Kapitalkosten	in %
Eigenkapitalkosten	10,0 %
Gewicht in %	100 %
Fremdkapitalkosten	7,0 %
Gewicht in %	0 %
Taxshield in %	25 %
WACC	10,0 %

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2009 - Phase 2	
Umsatzwachstum	4,0%
EBITDA-Marge	15,4%
Steuerquote	15,0%
Working Capital in % vom Umsatz	16,3%
Umsatz zu OAV	5,3
Abschreibungen vom OAV	30,4%

Werttreiber - DCF Bewertung Endwert - Phase 3	
Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	15,4%
Steuerquote	32,0%
Working Capital in % vom Umsatz	16,3%
Umsatz zu OAV	5,3
Abschreibungen vom OAV	30,4%

Discounted Cashflow-Modell

Die Alphaform AG wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2008 & 2009 in Phase 1, erfolgt von 2010 bis 2014 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen im Umsatz von 4,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 15,4 % (bisher 17,9 %) angenommen. Aufgrund der hohen Verlustvorträge haben wir die Steuerquote mit 15 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Steuerquote von 32,0 % .

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,0 % errechnet.

Der daraus resultierende faire Wert der Aktie auf Basis 2008 liegt bei 6,31 €.

DISCOUNTED CASHFLOWS Modellszenario Alphaform AG

in Mio. €	2008 E	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	Continued
Umsatz	23,30	24,60	25,58	26,61	27,67	28,78	29,93	30,53
Veränderung in %	5,4%	5,6%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,0%
EBITDA-Marge	14,5%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%
EBITDA	1,88	2,40	2,47	2,57	2,67	2,78	2,89	2,95
EBITA-Marge	8,1%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%
Steuerquote (auf EBITA)	8,0%	12,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	32,0%	32,0%
Working Capital	3,50	4	4,17	4,34	4,51	4,69	4,88	4,98
in % vom Umsatz	15,0%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%
Operatives Anlagevermögen	4,40	4,6	4,83	5,02	5,22	5,43	5,65	5,76
Umsatz zu OAV	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
Abschreibungen	-1,5	-1,4	-1,47	-1,53	-1,59	-1,65	-1,72	-1,75
Abschreibungen vom OAV	34,1%	30,4%	30,4%	30,4%	30,4%	30,4%	30,4%	30,4%
Free Cashflows								
EBITDA	3,38	3,80	3,94	4,10	4,26	4,43	4,61	4,70
Steuern auf EBITA	-0,15	-0,29	-0,37	-0,39	-0,40	-0,42	-0,93	-0,94
Investitionen in AV	-1,49	-1,60	-1,69	-1,72	-1,79	-1,86	-1,93	-1,86
Veränderung des Working Capital	-0,35	-0,50	-0,17	-0,17	-0,17	-0,18	-0,19	-0,10
Cashwirk. Zahlungsverpflichtungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Gross Free Cashflow	1,39	1,41	1,70	1,83	1,90	1,97	1,56	1,80

VALUATION in Mio. EUR	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Barwert expliziter FCFs	8,1	7,5	6,8	5,8
Barwert des Continuing Value	11,5	12,7	13,9	15,3
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	19,6	20,1	20,7	21,1
Nettoschulden (Net debt)	-12,44	-13,42	-14,17	-14,87
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	32,0	33,6	34,9	36,0
Fremde Gewinnanteile	0,0	0,0	0,0	0,0
Wert des Aktienkapitals	32,0	33,6	34,9	36,0
Ausstehende Aktien in Mio.	5,3	5,3	5,3	5,3
Fairer Wert der Aktie in EUR	6,02	6,31	6,56	6,77

FINANZCASHFLOW in Mio. EUR	GJ 2007e	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Dividendenzahlung	-0,8	-1,1	-1,4	-1,6
Aktienrückkäufe	0	0	0	0
Zinsaufwand/ertrag	0,38	0,40	0,40	0,40

Sensitivitätenanalyse - fairer Wert je Aktie in EUR - Stand GJ 2008e

		WACC				
		9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%
Nachhaltiges Umsatzwachstum	1,0%	6,61	6,36	6,15	5,95	5,78
	1,5%	6,72	6,46	6,22	6,02	5,83
	2,0%	6,85	6,56	6,31	6,09	5,89
	2,5%	6,99	6,68	6,41	6,17	5,96
	3,0%	7,17	6,82	6,52	6,26	6,04

Fazit

Die Alphaform AG kann auf ein erfolgreich verlaufenes Geschäftsjahr 2007 zurückblicken. Die Gesellschaft hat im Jahr 2007 erneut erfolgreich unter Beweis gestellt, die Umsatzerlöse bei einer anhaltend guten Margensituation und einem hohen Cash Flow zu steigern. Für das laufende Jahr 2008 rechnen wir mit Zuwachsraten bei den Umsatzerlösen und beim EBITDA. Darüber hinaus sollte es der Alphaform AG gelingen, einen deutlich positiven freien Cash Flow in 2008 zu erwirtschaften. Die Steuerquote auf Konzernebene wird in den nächsten Jahren nachhaltig moderat ausfallen.

Die Dividendenrendite auf dem aktuellen Kursniveau beträgt rund 4,3 %. Diverse Bewertungskennzahlen, wie der EV/EBITDA von < 2 und das KGV auf Basis 2008 von knapp 9 (ohne Berücksichtigung der liquiden Mittel von rund 2,2 € je Aktie) weisen auf eine signifikante Unterbewertung der Alphaform-Aktie hin. Positiv werten wir zudem die massiven Aktienkäufe von Seiten des Vorstands und des Aufsichtsrats in den vergangenen Monaten.

Das mittelfristige Ziel des Unternehmens ist es, eine aktive Rolle im Konsolidierungsprozess der Branche einzunehmen und dadurch die Umsatzerlöse deutlich über die Schwelle von 50 Mio. € zu heben. Dieses Vorhaben ist nur mittels Akquisitionen zu realisieren. Die liquiden Mittel von fast 12 Mio. € in Verbindung mit der Aufnahme von Fremdkapital gewähren der Gesellschaft hier die notwendigen finanziellen Spielräume, um auch größere Übernahmen zu tätigen. Hinsichtlich der weiteren Akquisitionsstrategie erwarten wir mehr Klarheit mit Abschluss des strategischen Planungsprozesses, der bis zum Halbjahr 2008 abgeschlossen sein wird.

Den fairen Wert auf Basis 2008 für die Aktie der Alphaform AG sehen wir weiter bei 6,31 €. Die Aktie der Alphaform AG ist damit nach unserer Einschätzung ein klarer Kauf.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

§ 2 Offenlegung

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)

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

Offenlegung gemäß §34b WpHG: <http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die komplettierten historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind unter der Website

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

jederzeit einsehbar.

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

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

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

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapierte oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5), (7)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind in der Analyse angegeben.

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

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

Internet: <http://www.gbc-ag.de>
E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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

Analysten für diese Studie:

Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst
Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Finanzanalyst