

Datum **02.10.2007**



## H.P.I. Holding AG

**Basisgeschäft stabil, interessante Wachstumsoptionen**

■ **Empfehlung: Kaufen** ■ **Kursziel: 1,30 €**

Die zwei Beteiligungen der H.P.I. Holding Gruppe bieten eine interessante, stabile Plattform für weiteres Wachstum. Die Beteiligung Zimmer & Kreim (Z+K) ist gut positioniert, um von der zunehmenden Automatisierung der Produktionssysteme der Formbauer zu profitieren. Gleichzeitig ist das Geschäftsmodell der Z+K dem Branchenzyklus in geringerem Maße unterworfen. Die Berger Gruppe kann als Cash Cow die Expansion der Zimmer & Kreim unterstützen. Die nachhaltige und zur Branche unterdurchschnittliche Zyklik ist unseres Erachtens beim gegenwärtigen Bewertungsabschlag von rund 30% (2008er KGV 9,4) zur Peer Group nicht ausreichend berücksichtigt. Wir empfehlen die Aktie mit einem Kursziel von € 1,30 zum Kauf.

### ■ Investment Highlights

- Die solide Bilanz (Eigenkapitalquote 2006: 61,5%) bietet die finanzielle Basis für weiteres Wachstum. Um den Produktionsengpass bei den Erodiermaschinen (Zimmer & Kreim) zu beseitigen, investiert das Unternehmen in eine zweite Produktionshalle (Investitionsvolumen rund € 2 Mio.). Hierdurch wird die Kapazität bei den Erodiermaschinen um 50% erhöht.
- Die Berger Gruppe, ein Produzent von Spannringsen, besitzt mit einem Marktanteil von rund 70% in Europa und mit einem geringen zukünftigen Investitionsbedarf stabile Rahmenbedingungen, um kontinuierliche Cash Flows zu generieren.
- Beide Beteiligungen sind durch eine geringe Kapitalintensivität gekennzeichnet. Zudem sind die Wettbewerbspositionen der mittelständischen Beteiligungsunternehmen durch die Besetzung stabiler Nischen und spezifisches Know How gesichert.
- Das höchste organische Wachstumspotenzial bietet die Beteiligung Zimmer & Kreim. Aufgrund der führenden Technologie im Bereich Senkerodiermaschinen/Handlingsysteme kann das Unternehmen in besonderem Maße den Kundenforderungen nach immer komplexeren Hochleistungsformen (Miniaturisierung) für das Spritzgussverfahren und automatisierten Produktionsanlagen gerecht werden. Auch der Trend zu kürzeren Produktlebenszyklen erhöht den Bedarf an Erodiermaschinen mit denen die Gussformen gefertigt werden.
- In Asien, wo Z+K mit Samsung (Korea) bereits einen namhaften Kunden gewinnen konnte, möchte das Unternehmen expandieren. Der Marktanteil der Z+K soll hier in 2-3 Jahren bei 5-10% liegen und ist dadurch begrenzt, dass das Unternehmen ausschließlich die Nachfrage nach Premiümlösungen bedient.

### ■ Kennzahlen

	Um- satz	JÜ ber.	EPS ber.	KGV	EV/ Ums.	EV/ EBIT	EBIT Marge	ROE (%)
2005	42,5	0,6	0,04	n.a.	n.a.	n.a.	2,9	3,4
2006	42,0	1,2	0,08	n.a.	n.a.	n.a.	5,7	6,9
2007e	45,4	1,4	0,09	10,8	0,49	8,1	6,0	7,1
2008e	48,3	1,6	0,10	9,4	0,43	6,9	6,2	7,4
2009e	51,2	1,8	0,12	8,1	0,38	5,8	6,5	7,9

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

### H.P.I. Holding AG

ISIN: **DE0006001902**  
 Preis (27.09.07): **€ 0,94**  
 Marktkapitalisierung **€ 14,7 Mio.**  
 Streubesitz **n.a.**

### Aktionärsstruktur

Fam. Dr. Poth	16,6%
Fam. Köppel	10,4%
Fam. Dr. Bernau	10,0%

### Michael Vara

+49 (0)69 – 66 36 80 71  
[vara@vararesearch.de](mailto:vara@vararesearch.de)

### Daniel Grossjohann

+49 (0)69 – 61 99 33 31  
[grossjohann@vararesearch.de](mailto:grossjohann@vararesearch.de)

## Unternehmensprofil

Die H.P.I. Holding Aktiengesellschaft mit Sitz in München ist die Muttergesellschaft der Unternehmen der H.P.I. Gruppe und operativ gegenüber Dritten nicht tätig. Die operativen Gesellschaften sind die Berger Gruppe (August Berger Metallwarenfabrik GmbH und deren Tochtergesellschaften), sowie die Zimmer & Kreim GmbH & Co. KG. Bei den operativen Gesellschaften handelt es sich um mittelständische Nischenanbieter aus den Bereichen Metallverarbeitung (Spannringe) und Werkzeugmaschinen (Erodiermaschinen). Insgesamt beschäftigt die H.P.I. Holding 285 Mitarbeiter.

## Corporate Information

Gründungsjahr	<b>1997</b>
Listing	<b>2007</b>
Zulassungssegment	<b>Freiverkehr</b>
Indexzugehörigkeit	<b>keine</b>
Geschäftsjahr	<b>1.1.- 31.12</b>
Aktienrückkäufe	<b>nein</b>
Streubesitz	<b>55,9%</b>
IR Kontakt	<b>Hr. Michel (GFEI)</b>
Vorstand	<b>Jörg Rafael</b>
Vertragslaufzeit CEO	<b>31.12.2009</b>
Aufsichtsrat	<b>Dr. Norbert Poth, Dr. Hannspeter Neubert, Günther Köppel</b>

## Gewinn- und Verlustrechnung

(in € Mio.)	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatzerlöse	42,5	42,0	45,4	48,3	51,2
Bruttoergebnis	18,5	20,0	21,7	23,2	24,7
EBITDA	2,9	3,9	4,3	4,7	5,1
EBIT	1,2	2,4	2,7	3,0	3,3
Vorsteuerergebnis	0,8	2,0	2,2	2,5	2,9
Jahresüberschuss	0,6	1,2	1,4	1,6	1,8
Bereinigter JÜ	0,6	1,2	1,4	1,6	1,8
EPS (in €)	0,04	0,08	0,09	0,10	0,12
EPS bereinigt (in €)	0,04	0,08	0,09	0,10	0,12

Quelle: H.P.I. Holding AG / Vara Research GmbH

## Bilanz

(in € Mio.)	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Imm. Vermögenswerte	5,3	4,9	4,5	4,1	3,8
Sachanlagen	9,6	9,6	11,7	11,7	11,8
Forderungen und Vorräte	16,0	18,3	19,5	20,4	21,4
Kasse und WP	1,6	1,4	0,4	1,7	3,3
Summe Aktiva	32,7	34,5	36,3	38,3	40,5
Eigenkapital	20,4	21,2	22,8	24,5	26,6
Zinstragende VB	6,8	7,9	7,9	7,9	7,9
Nichtzinstragende VB	4,5	4,2	4,4	4,7	4,9
Summe Passiva	32,7	34,5	36,3	38,3	40,5

Quelle: H.P.I. Holding AG/ Vara Research GmbH

## Kennzahlen

	2005	2006	2007e	2008e	2009e
EV/Umsatz	n.a.	n.a.	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	n.a.	n.a.	5,1	4,5	3,8
EV/EBIT	n.a.	n.a.	8,1	6,9	5,8
P/E bereinigt	n.a.	n.a.	10,8	9,4	8,1
PCPS	n.a.	n.a.	5,0	4,5	4,1
Preis/Buchwert	n.a.	n.a.	0,6	0,6	0,6
Bruttomarge (in %)	43,5	47,7	47,9	48,0	48,2
EBITDA-Marge (in %)	6,9	9,3	9,6	9,7	9,9
EBITA-Marge (in %)	3,8	6,6	6,8	7,0	7,2
EBIT-Marge (in %)	2,9	5,7	6,0	6,2	6,5
Nettomarge (in %)	1,4	2,9	3,0	3,2	3,5
ROE (in %)	0,0	6,9	7,1	7,4	7,9
ROCE (in %)	7,7	11,8	12,1	12,4	13,1
Umsatz/Mitarb. (in tsd. €)	151	149	155	158	162
Nettoerg./Mitarb. (in tsd. €)	2,1	4,3	4,6	5,1	5,7
Eigenkapitalquote (in %)	62,2	61,5	62,8	64,1	65,6
WC/Umsatz (in %)	27,0	33,7	33,2	32,7	32,2
FCF pro Aktie in €	0,07	0,11	-0,02	0,12	0,14

Quelle: H.P.I. Holding AG/ Vara Research GmbH

**H.P.I. Holding: Operativ  
in zwei Segmenten  
aktiv.**

**Berger Gruppe fungiert  
als Cash Cow der  
Holding.**

**Nischenposition mit  
starker Marktposition  
sichert Marge.**

**Erodiersysteme und  
Automationslösungen:  
Ein Segment mit  
Potenzial**

**Erodiersysteme und  
Automationslösungen:  
Jährliches  
Umsatzwachstum bis  
2010 bei  
durchschnittlich 9,7%**

## ■ Bewertung

Operativ basiert die H.P.I. Holding auf zwei Säulen: Dem Segment Erodiersysteme und Automationslösungen und dem Segment Blechverarbeitung. Mit einem Umsatz von € 31,6 Mio. in 2006 ist das Segment Blechverarbeitung der deutlich größere Bereich. Das Segment Erodiersysteme und Automationslösungen mit einem Jahresumsatz von € 11,8 Mio. ist das wachstumsstärkere der beiden Segmente. Die Holding selbst, die für die Beteiligungen Aufgaben aus den Bereichen Rechnungswesen und Finanzen übernimmt, erwirtschaftet keine eigenen Umsätze und verursacht Holdingkosten von rund € 0,7 Mio. jährlich. Die Holdingkosten betragen somit etwa 2,8% des Gesamtumsatzes. Mit dem geplanten Umsatzwachstum dürfte sich die Quote reduzieren. In unserer Prognose gehen wir davon aus, dass die Quote in 2010 auf 1,7% zurückgeht.

Die Berger Gruppe, die das Segment Blechverarbeitung abbildet, ist als Hersteller von Spannringen, Verschlüssen und Zubehör für die Fassindustrie aktiv. In dem Bereich besitzt das Unternehmen in Europa einen hohen Marktanteil von 70%. Das Unternehmen wird daher in erster Linie mit dem Gesamtmarkt wachsen und eventuell Marktanteile von den kleineren Wettbewerbern gewinnen können, die ihren Kunden oft nur ein begrenztes Produktangebot bieten können. In unserer Prognose sind wir von einem organischen Wachstum von 5% bis 2010 ausgegangen. Ohne Akquisitionen sind Umsatzsprünge in diesem etablierten Markt nicht zu erwarten.

Die EBIT-Margen im Bereich Blechverarbeitung sehen wir in den kommenden Jahren bei knapp 8%. Die sichere Marktposition sollte dazu beitragen, dass die Marge auch in den nächsten Jahren zu verteidigen sein wird. Eine Gefahr durch Markteintritte in diese Nische sehen wir ebenfalls nicht.

Die Wachstumshoffnungen der H.P.I. Holding sind unseres Erachtens vor allem an das Segment Erodiersysteme und Automationslösungen (Beteiligung Zimmer & Kreim) geknüpft. Obwohl Erodiermaschinenhersteller den Maschinenbauern zuzuordnen sind, unterliegen sie der zyklischen Maschinenbaukonjunktur nur in geringem Maße. Ursache hierfür ist, dass mit Erodiermaschinen überwiegend Spritzgussformen (Losgröße 1) gefertigt werden, die dann als Werkzeug millionenfach in der Produktion verwendet werden. Das Wachstum der Zimmer & Kreim basiert auf dem Trend zur Automatisierung von Produktionssystemen (zwecks Fehlereliminierung) und dürfte sich daher langfristig als stabil erweisen.

In unserem Modell sind wir im Bereich Erodiersysteme und Automationslösungen von einem durchschnittlichen Umsatzwachstum von 9,7% jährlich ausgegangen, wobei das Wachstum von 15% in diesem Jahr auf 7% in 2010 zurückgeht. Das Geschäft der Zimmer & Kreim steht nicht in direktem Zusammenhang mit der konjunkturellen Entwicklung, vielmehr ist es vom Automatisierungstrend geprägt. Als Sonderfaktor kommt der geplante Kapazitätsausbau (Investitionsvolumen € 2 Mio.) zum Tragen, durch den das jährliche Produktionsvolumen um etwa 50% erhöht wird.

**Montage der  
Erodiermaschinen ist  
personalintensiv...**

**...Margenverbesserung  
kommt aus dem  
Softwareverkauf.**

**EBIT-Marge steigt auf  
rund 8,0%.**

**DCF-Bewertung liefert  
Kursziel von € 1,30.**

Die Montage der Erodiermaschinen und -systeme ist personalintensiv, zudem bindet die Produktion Working Capital in Form von Vorräten. Da das Unternehmen ausschließlich im Kundenauftrag Maschinen und Systeme baut, besteht hinsichtlich der Endprodukte kein Absatzrisiko. Da es bei den hochwertigen Erodiermaschinen selbst kaum nennenswerte Unterschiede gibt, versucht sich Zimmer & Kreim über eine softwarebasierte Automationslösung mit Handlingsystem von den Wettbewerbern abzusetzen.

Aufgrund der durch das Geschäftsmodell bedingten personal- und Working Capital intensiven Fertigung sehen wir die Möglichkeit zu Margenverbesserungen vor allem aus dem Softwareverkauf. Zimmer & Kreim versucht seinen Kunden individuell auf die Bedürfnisse zugeschnittene automatisierte Systeme zu verkaufen. Grundlage der Systeme ist die selbstentwickelte Software des Unternehmens. Wir gehen davon aus, dass die Nachfrage nach automatisierten Gesamtsystemen steigen wird und auch der Umsatzanteil der Software sich erhöhen wird (Ziel: 20% in 2012). Da die Software ein hochskalierbares Produkt ist, dürfte die höhere Anzahl verkaufter Systeme zu einer sich verbessernden Margensituation führen.

Bedingt durch den steigenden Absatz automatisierter Systeme dürfte sowohl der Softwareanteil am Umsatz als auch die Anzahl abgesetzter Softwarepakete deutlich steigen. Die EBIT-Marge dürfte sich daher auf rund 8,0% in 2010 erhöhen (2006: 6,8%).

Bei der Bewertung nach der Free Cash Flow Methode haben wir ein Beta von 1,2 unterstellt, weil es sich bei der H.P.I. Holding um eine Holding mit zwei in stabilen etablierten Nischen positionierten Segmenten handelt. Das Handlungsvolumen des Wertes an den Börsen ist jedoch eher als gering einzustufen. Der risikolose Zins liegt bei 4%, der für die H.P.I. Holding relevante Zinsspread bei einhundert Basispunkten (1%), die Risikoprämie liegt bei 5%. Daraus resultieren Eigenkapitalkosten von 11%. Unter Berücksichtigung der gegenwärtigen Kapitalstruktur errechnet sich ein WACC von 8,2%. Das ewige Wachstum (ab 2016) haben wir mit einem Prozent angesetzt. Aus unserer Free Cash Flow Bewertung ergibt sich ein fairer Wert pro Aktie von € 1,30.

Tabelle 1: Bewertung nach der Cash Flow Methode

(in € Mio.)	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Umsatz	45,38	48,26	51,19	54,14	56,85	59,69	62,67	65,81	69,10	72,55
EBITDA	4,34	4,69	5,06	5,44	5,71	6,00	6,30	6,62	6,95	7,29
EBITDA-Marge	9,6%	9,7%	9,9%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%
EBIT	2,73	3,02	3,31	3,62	3,80	3,99	4,19	4,40	4,62	4,85
EBIT-Marge	6,0%	6,2%	6,5%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
Steuern	0,82	0,90	0,99	1,09	1,14	1,20	1,26	1,32	1,39	1,46
+ Abschreibungen	1,60	1,67	1,75	1,82	1,91	2,01	2,11	2,21	2,32	2,44
- Investitionen	3,31	1,37	1,44	1,52	1,62	1,74	1,86	1,99	2,13	2,28
- Veränderung WC	0,90	0,72	0,70	0,68	0,73	0,78	0,83	0,89	0,95	1,02
Operativer CF	-0,70	1,70	1,92	2,16	2,22	2,29	2,35	2,42	2,48	2,54
Diskontierungsfaktor	0,92	0,85	0,79	0,73	0,67	0,62	0,58	0,53	0,49	0,45
Wert oper. CF heute	-0,65	1,45	1,52	1,58	1,50	1,43	1,35	1,29	1,22	1,16
Kum. Wert der oper. CF	11,84									
Barwert des Restwertes	16,03									
Unternehmenswert	27,87									
- Nettoverschuldung	7,58									
- Anteile Dritter	0,00									
Wert des Eigenkapitals	20,29									
Fairer Wert je Aktie in €	1,30									
Kurspotential in %.	38,3%									
WACC	8,2%									
Lfr. Wachstumsrate	1,0%									

Quelle: Vara Research GmbH

**Peer besteht aus  
Beteiligungs-  
gesellschaften und  
Maschinenbauern.**

Zur Peer Group Bewertung der H.P.I. Holding haben wir unter anderem Beteiligungsunternehmen mit langfristigem Beteiligungshorizont und mittelständischen Beteiligungsunternehmen ausgewählt. Hierzu zählen wir die Gesco AG, die Indus Holding und Augusta Technologie. Obwohl diese drei Unternehmen bezogen auf die Marktkapitalisierung deutlich größer sind als die H.P.I. Holding, sind sie bezogen auf die Beteiligungskriterien sehr vergleichbar. Die H.P.I. Beteiligung Zimmer & Kreim ist als Werkzeugmaschinenhersteller aktiv. Wir haben die Peer Group daher um Unternehmen aus diesem Bereich wie Hermle und Gildemeister ergänzt, auch wenn Zimmer & Kreim der stark ausgeprägten Branchenzyklus nicht in vollem Umfang unterliegt.

Tabelle 2: Peer Group Analyse, Bewertung

	Markt kap. (in € Mio.)	KGV (08e)	EV/ EBITDA (08e)	EV/ EBIT (08e)
Augusta Technologie	145,2	10,25	6,18	6,95
Gesco	171,7	10,88	5,33	6,93
Gildemeister	741,4	13,70	6,61	8,60
Hermle	380,1	10,56	5,45	6,24
Indus Holding	488,7	9,77	5,70	7,23
Mittelwert	431,1	11,03	5,85	7,19
H.P.I. Holding	14,66	9,43	4,46	6,93
Abschlag/Aufschlag	-96,6%	-14,5%	-23,8%	-3,6%
Implizierter fairer Wert		1,29	1,49	1,12
Fairer Wert				1,30

Quelle: JCF / Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

**Multiplikatorenvergleich  
impliziert fairen Wert  
von € 1,30.**

**Fairer Wert: € 1,30.**

Aus dem Vergleich mit den Unternehmen der Peer Group ergibt sich für die H.P.I. Holding ein fairer Wert von € 1,30. Während die Abschläge beim 2008er KGV (14,5%) und dem EV/EBITDA Vergleich (23,8% Abschlag) höher ausfallen, handelt die H.P.I. Holding bezogen auf die Kennzahl EV/EBIT (08e) aufgrund der relativ hohen Goodwillabschreibungen (€ 0,37 Mio. p.a.) mit einem Abschlag von nur 3,6%.

Beide Bewertungsmodelle weisen einen fairen Wert pro Aktie von € 1,30 aus.

Tabelle 3: Peer Group Analyse, Kennzahlen

	EBITDA-Marge 2007e	EBIT-Marge 2007e	Nettomarge 2007e	EK-Quote Ende Sept. 2006e	EKR 2006e
Augusta Technologie	16,8%	14,9%	9,9%	63,7%	12,2%
Gesco	12,1%	9,3%	4,8%	35,4%	19,5%
Gildemeister	10,0%	7,7%	3,6%	30,2%	9,6%
Hermle	22,3%	19,4%	10,8%	74,0%	18,2%
Indus Holding	16,8%	13,3%	5,1%	22,8%	14,6%
Mittelwert	14,8%	12,1%	6,4%	46,5%	15,8%
H.P.I. Holding	9,6%	6,0%	3,0%	61,5%	6,9%
Abschlag/Aufschlag	-35,1%	-50,4%	-53,1%	32,3%	-56,3%

Quelle: JCF / Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

Tabelle 4: Peer Group Analyse, Wachstum (CAGR 06-08e)

	Umsatz	EBITDA	EBIT	EPS
Augusta Technologie	7,0%	10,1%	13,3%	10,6%
Gesco	8,1%	8,5%	9,7%	7,6%
Gildemeister	5,0%	10,4%	12,7%	27,6%
Hermle	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%
Indus Holding	6,9%	7,9%	17,7%	19,3%
Mittelwert	9,3%	11,2%	12,4%	16,7%
H.P.I. Holding	7,2%	9,4%	12,2%	12,6%
Abschlag/Aufschlag	22,6%	16,1%	1,6%	25,6%

Quelle: JCF / Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

## Stärken

## ■ SWOT-Analyse

- ◆ Die Beteiligungen der H.P.I. Holding, Zimmer+Kreim und die Berger Gruppe, besetzen stabile etablierte Nischen. Durch die Besetzung von Nischen sind die Beteiligungen dem Wettbewerb durch Großkonzerne weniger stark ausgesetzt.
- ◆ Zimmer & Kreim kommt mit einem Umsatz von € 11,8 Mio. in 2006 im Bereich Erodiersysteme und Automationslösungen auf einen Marktanteil von knapp 20%, ist im Bereich Senkerodiermaschinen und Handlingsysteme eines der technologisch führenden Unternehmen.
- ◆ Der Systemanbieter Zimmer & Kreim liefert neben den Erodiermaschinen und Handlingsystemen auch Softwarelösungen. In seinem Segment ist das Unternehmen einer der Qualitätsführer. Die Software ist für Wettbewerber eine wesentliche Hürde und dient der Zimmer & Kreim als Alleinstellungsmerkmal.
- ◆ Unterdurchschnittliche Zyklik. Innerhalb des Maschinenbaus ist die Zimmer & Kreim nur unterdurchschnittlich der Branchenzyklik unterworfen. Das Unternehmen profitiert daher zwar nur unterdurchschnittlich von der gegenwärtigen konjunkturellen Hochphase, dürfte langfristig jedoch ein nachhaltigeres Wachstum zeigen.
- ◆ Das Geschäft der Zimmer & Kreim weist nur eine geringe Kapitalintensität auf, ist jedoch personal- (Montage) und Working Capital intensiv.
- ◆ Die Berger-Gruppe kommt in ihrem Segment Spannringe auf einen Marktanteil in Europa von ca. 70% und besitzt damit eine starke Marktstellung. Das breite Produktportfolio der Berger Gruppe (100 verschiedene Spannringtypen) ist einzigartig in dieser Branche.
- ◆ Der Marktanteil der Zimmer & Kreim liegt in Deutschland bei knapp 20%. Weltweit gibt es in dem Preissegment der Zimmer & Kreim nur eine handvoll Wettbewerber.
- ◆ Zertifizierung der Spannringe. Unternehmen der Berger Gruppe sind gemäß DIN EN ISO 9001:2000 (Qualitätsmanagement) zertifiziert. Die Zertifizierung mit dreijähriger Laufzeit gilt bis März 2009.
- ◆ Markteintrittsbarrieren bei Berger sind das regionale Geschäft (Spannringe können nur unwirtschaftlich über längere Distanzen transportiert werden) und spezifisches Know How.
- ◆ Die Berger Gruppe ist bereits lange im europäischen Markt als Anbieter von Spannringen etabliert. Der Bereich verursacht keine wesentlichen Investitions-, Vertriebs-, Marketings-, oder Entwicklungskosten und kann als Cash Cow des Konzerns dienen.
- ◆ Die H.P.I. Holding weist eine solide Finanzstruktur mit einer Eigenkapitalquote von über 60% aus.
- ◆ Das Unternehmen weist eine schlanke Führung und eine klare Konzernstruktur ohne Minderheiten, auf. Die Holdingkosten sind (mit von uns geschätzten rund € 0,7 Mio.) pro Jahr vergleichsweise gering.
- ◆ Listingaufnahme. Im Rahmen der Listingaufnahme wurde keine größeren Aktienpakete durch die Altaktionäre abgegeben.

## Schwächen

- ◆ Durch die schlanke Holdingstruktur besteht eine gewisse Abhängigkeit von der Person des Alleinvorstandes. Operativ sind die Gesellschaften jedoch unabhängig von der Holding.
- ◆ Die Transparenz im Spannringgeschäft ist, wegen der Bedeutung von Stahl als Ausgangsmaterial, sehr hoch. Dadurch ist es Kunden möglich die Margen der Berger Gruppe abzuschätzen.
- ◆ Gewisse Rohstoffabhängigkeit der Berger Gruppe. Die Entwicklung der Stahlpreise hat großen Einfluss auf die Materialkosten. In der Regel können steigende Kosten mit geringen zeitlichen Verzögerungen an die Kunden weitergegeben werden.
- ◆ Spannringe lassen sich nicht wirtschaftlich effizient über längere Distanzen transportieren. Die Berger Gruppe unterhält daher mehrere Standorte, jeweils in der Nähe ihrer größten Kunden. Hohe Transportkosten verhindern somit bis zu einem gewissen Grad die produktionskosteneffiziente Zusammenlegung von Standorten.
- ◆ Operativ bestehen zwischen den Geschäftsfeldern der beiden Gesellschaften Berger Gruppe sowie der Zimmer & Kreim GmbH & Co. KG wenig Gemeinsamkeiten. Synergien zwischen den beiden Unternehmen, die über die von der H.P.I. Holding wahrgenommen Aufgaben (Controlling, Finanzen etc.) hinausgehen bestehen nicht.
- ◆ Bei den Erodiermaschinen deckte Zimmer & Kreim bisher nur die Senkerodiermaschinen ab. Wie andere Wettbewerber wird Zimmer & Kreim im kommenden Jahr auch Maschinen für das Drahterodieren anbieten.
- ◆ Durch den Abnehmerkreis der Senkerodiermaschinen ist das Unternehmen stark vom Spritzgussverfahren abhängig.
- ◆ Das Geschäft der Zimmer & Kreim ist trotz der Nischenstellung wettbewerbsintensiv.
- ◆ Das Unternehmen ist im Freiverkehr gelistet. Anlegerschutzbestimmungen für geregelte Märkte gelten somit nicht.
- ◆ Die Liquidität der Aktie ist noch gering.

## Chancen

- ◆ Die Märkte in Asien wachsen sehr dynamisch. Besonders auf dem koreanischen, chinesischen und indischen Markt sieht Zimmer & Kreim gute Absatzchancen. Der kürzlich gewonnene Großauftrag aus Korea (Samsung) deutet darauf hin, dass Zimmer & Kreim seine hochwertigen Systeme auch im asiatischen Raum erfolgreich absetzen kann.
- ◆ Die Automatisierung kompletter Produktionssysteme (Handling) reduziert die Anzahl potenzieller Fehlerquellen und hebt die Produktions- und Zeiteffizienz deutlich. Als Technologieführer in der Handlingtechnologie für Erodiersysteme könnte Zimmer & Kreim in besonderem Maße profitieren.
- ◆ Durch den technologischen Vorsprung im Bereich Automation kann nicht nur der Marktanteil erhöht werden, sondern das Automatisierungs Know How kann auch dafür eingesetzt werden neue Gebiete, wie z.B. das Drahterodieren erfolgreich umzusetzen.
- ◆ Produktlebenszyklen (z.B. bei Konsumelektronik) verkürzen sich. Hierdurch steigt der Druck auf die Formbauer ihre Produktivität durch Automatisierung zu erhöhen.

## Risiken

- ◆ Kapazitätsausweitung. Mit dem Kauf eines angrenzenden Grundstückes hat die Zimmer & Kreim GmbH & Co. KG in 2006 die Möglichkeit einer Expansion der Produktion geschaffen. Ein Anbau an die bestehende Produktionshalle ist geplant. Das Investitionsvolumen (inklusive Einrichtung und Büroausstattung) beläuft sich auf ca. € 2 Mio. und wird die Produktionskapazität um etwa 50% erhöhen. Bei Volllastung der Kapazitäten hält Zimmer & Kreim nach erfolgtem Ausbau eine Jahresproduktion von 150 Maschinen für möglich.
- ◆ Eigene Software. Durch die Erhöhung der Produktionsmenge ließen sich aus dem Softwaregeschäft hohe Skaleneffekte erzielen.
- ◆ Zimmer & Kreim könnte verstärkte Anstrengungen unternehmen die Penetration in anderen Anwendungsbereichen zu erhöhen. Hochpräzise, komplexe Teile für Luft- und Raumfahrt und die Automobilindustrie werden mit Erodierertechnologie gefertigt. Für Zimmer & Kreim ist dieses margenstarke Geschäft gegenwärtig eine Randaktivität.
- ◆ Die Erodierertechnologie könnte neue Anwendungsbereiche erschließen. Erodiermaschinen könnten Werkzeugmaschinen anderen Typs (z.B. Laser) bei bestimmten Anwendungen ersetzen oder stärker als Komplementär zu diesen Produkten genutzt werden.
- ◆ Normierung von Fässern, und damit den zugehörigen Spannrings, würde die Berger Gruppe zwar ihrer Alleinstellung (breitestes Produktsortiment im Markt) berauben, würde aber auch Chancen bieten. Basierend auf dem großen Bestandskundenstamm könnte die Berger Gruppe den Grad der Automatisierung weiter erhöhen, ein Umrüsten der Maschinen für bestimmte Spannringtypen entfielen.
- ◆ Rohstoffkosten und Bruttomargen im Spannringgeschäft zeigten in der Vergangenheit eine hohe Volatilität. Eine Gefahr besteht darin, dass Berger bei einem kurzfristigen Anziehen der Stahlpreise diesen Anstieg nicht sofort an den Kunden weiterreichen kann. (Verträge mit den Kunden laufen bei der Berger-Gruppe in der Regel über drei Monate.)
- ◆ Die Abwanderung von Kunden aus den Branchen Chemie, Pharma und Lebensmittel ins Ausland stellt eine Gefahr da, da die Lieferung von Spannrings über größere Distanzen unwirtschaftlich ist.
- ◆ Die Fassindustrie könnte, wie dies historisch schon einmal der Fall war, dazu übergehen Spannrings selbst zu fertigen. Dies würde zu deutlichen Umsatzeinbußen bei den Unternehmen der Berger Gruppe führen, die auf die Herstellung von Spannrings für Fässer ausgerichtet sind.
- ◆ Eine Normierung von Fässern würde Nischen bei der Herstellung von Spannrings für die Verpackungsindustrie verschwinden lassen. Die Vereinheitlichung könnte zu stärkerem Wettbewerbs- und Preisdruck zwischen den Spannringproduzenten führen und die Markteintrittsbarrieren senken.
- ◆ Andere Verschlusssysteme könnten die Spannrings ersetzen. Hierdurch würde die Nachfrage nach den Produkten der Berger Gruppe deutlich sinken.
- ◆ Andere Werkzeugmaschinen könnten als Substitut für Erodiermaschinen genutzt werden. Weiterentwicklungen bei anderen Bearbeitungstechnologien könnten diese effizienter werden lassen als die Verwendung der Erodierertechnologie.

- ◆ Gussteile zum Bau der Zimmer & Kreim Maschinen werden fremdbezogen. Lieferprobleme der Lieferanten würden sich stark auf das Geschäft der Zimmer & Kreim auswirken.

**H.P.I. Holding AG:  
Holdinggesellschaft mit  
zwei Mittelstands-  
beteiligungen**

## ■ Unternehmensprofil

Die H.P.I. Holding Aktiengesellschaft in München fungiert als Holdinggesellschaft, die gegenüber Dritten operativ nicht tätig ist. Die operativen Beteiligungen, die sich in die Unternehmen der Berger-Gruppe (Metallverarbeitung/Spannringe) und die Zimmer & Kreim GmbH & Co. KG (Werkzeugmaschinen/Erodiermaschinen) unterteilen lassen, verfügen über drei innerdeutsche Standorte und über Niederlassungen an fünf ausländischen Standorten (Großbritannien, Frankreich, Niederlande, Spanien und Slowakei). Insgesamt erwirtschaftete die H.P.I. Holding in 2006 Umsätze in Höhe von rund € 42 Mio. (2005: € 42,5 Mio.). Während der Konzernumsatz leicht rückläufig war konnte das operative Ergebnis (EBIT) von € 1,2 Mio. in 2005 auf € 2,4 Mio. ausgebaut werden. Gegenwärtig beschäftigt die Gesellschaft 285 Mitarbeiter.

Tabelle 5: Unternehmensgeschichte

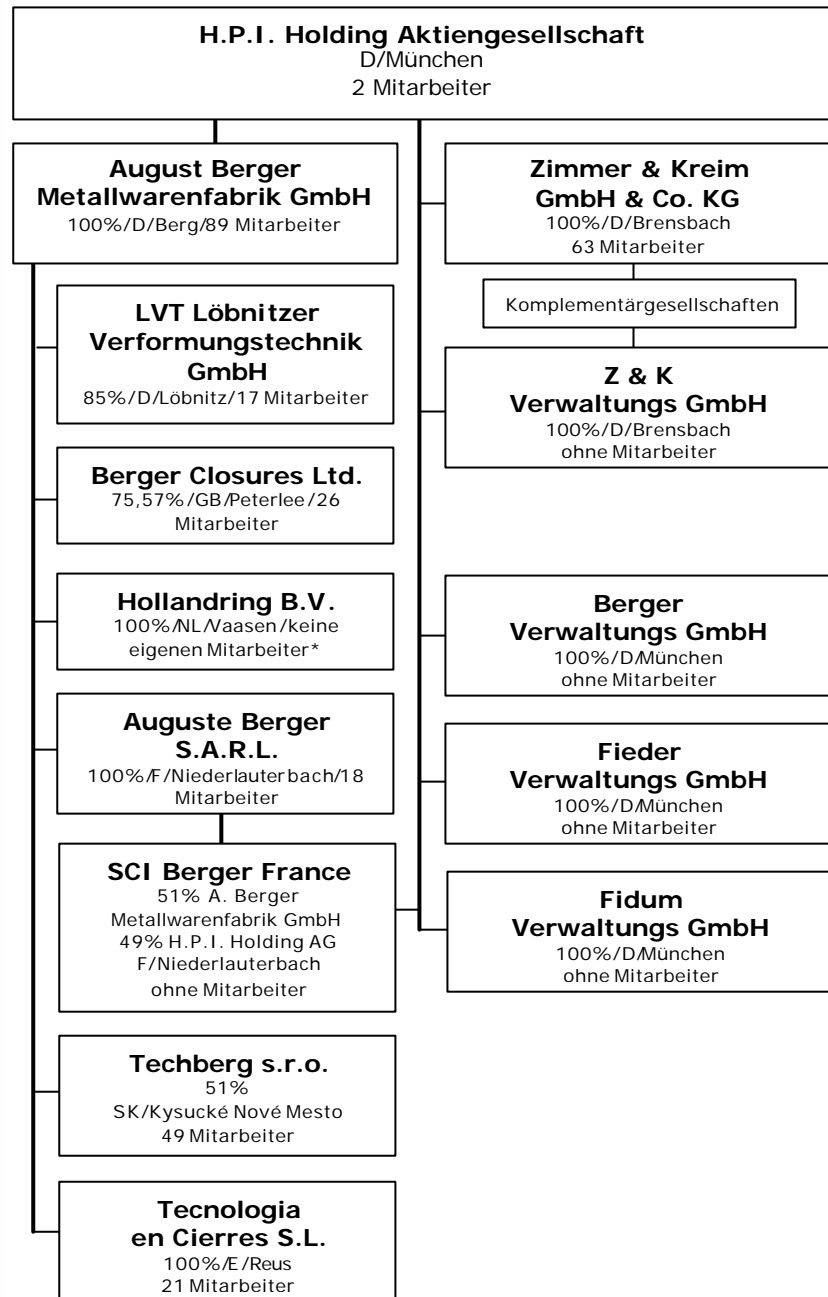
Zeit	Ereignis
1997	Gründung der H.P.I. Holding Aktiengesellschaft in München
1998	Erwerb sämtlicher Anteile an der August Berger Metallwarenfabrik GmbH & Co. KG; Erwerb sämtlicher Anteile an der Zimmer & Kreim sowie der zugehörigen Betriebsimmobilien; Gründung der Fieder Verwaltungs GmbH
1999	Erwerb von 84,3 % der Anteile der Kuhn & Möhrlein Beteiligungs-GmbH
2000	Gründung der Fidum Verwaltungs GmbH
2001	Umstellung des Grundkapitals auf Euro und Erhöhung des Grundkapitals aus Gesellschaftsmitteln auf € 15,6 Mio.
2003	Verkauf der Anteile an der Kuhn & Möhrlein Beteiligungs-GmbH; Verschmelzung der Berg Verwaltungs GmbH auf die H.P.I. Holding Aktiengesellschaft
2006	Verkauf der von der H.P.I. Holding Aktiengesellschaft an den Tochtergesellschaften Auguste Berger S.A.R.L., Berger Closures Ltd., Hollandring B.V., Techberg s.r.o. und Technologia en Cierres S.L. gehaltenen Geschäftsanteile an die August Berger Metallwarenfabrik GmbH
2007	Einbeziehung der Aktien der H.P.I. Holding Aktiengesellschaft in den Freiverkehr der Frankfurter Wertpapierbörse

Quelle: H.P.I. Holding Aktiengesellschaft

**Operative  
Gesellschaften der  
H.P.I. Holding in  
Nischen angesiedelt**

Die H.P.I. Holding Aktiengesellschaft ist zu jeweils 100% an den Verwaltungs GmbHs Berger, Fieder und Fidum beteiligt von denen die beiden letztgenannten als Vorratsgesellschaften operativ nicht tätig sind. Ebenfalls zu 100% ist die Holding an den operativen Gesellschaften Zimmer & Kreim GmbH & Co. KG (und der Komplementärgesellschaft Z & K Verwaltungs GmbH) und August Berger Metallwarenfabrik GmbH beteiligt. Die August Berger Metallwarenfabrik GmbH verfügt ihrerseits wiederum über Mehrheitsbeteiligungen an sechs Tochtergesellschaften. Die nachfolgende Grafik bietet einen Überblick über die Struktur der H.P.I. Holding Aktiengesellschaft.

Grafik 1: Organigramm der H.P.I. Holding Aktiengesellschaft



\*Hollandring beschäftigt Leiharbeiter in der Produktion

Quelle: H.P.I. Holding Aktiengesellschaft

**Gewinnabführungs-  
vertrag mit der  
August Berger  
Metallwarenfabrik  
GmbH wichtigste  
Einnahmequelle der  
Holding**

Als Muttergesellschaft hält die H.P.I. Holding 100% der Anteile an der August Berger Metallwarenfabrik GmbH und der Zimmer & Kreim GmbH & Co. KG. Mit der August Berger Metallwarenfabrik GmbH besteht seit Anfang 2005 ein Gewinnabführungsvertrag. Die August Berger Metallwarenfabrik ist verpflichtet ihren gesamten Gewinn (in den Grenzen des § 301 AktG Abs.1 und § 3 AktG) an die H.P.I. Holding abzuführen. Umgekehrt ist die H.P.I. Holding für die Dauer des Vertrages verpflichtet jeden Jahresfehlbetrag der August Berger Metallwarenfabrik GmbH auszugleichen, sofern dieser nicht durch die freien Rücklagen ausgeglichen werden kann. 2006 flossen der Holding über € 1,5 Mio. aus Gewinnabführungsverträgen zu, die typischerweise die Haupteinnahmequelle der Holding sind. Mit der 100%igen Tochter

**Berger Gruppe: Mit  
€ 31,6 Mio. Europas  
marktführender  
Spannringproduzent**

**Kunden kommen aus  
der Verpackungs-  
industrie und den  
Bereichen Pharma-,  
Chemie- und  
Lebensmittelindustrie.**

**Zimmer & Kreim GmbH  
& Co KG:  
Ein Entwickler und  
Hersteller von  
Erodiersysteme und  
Automationslösungen**

**Kunden von Zimmer &  
Kreim sind Anwender  
des Spritzguss-  
verfahrens**

Zimmer & Kreim GmbH & Co. KG wurde kein Gewinnabführungsvertrag geschlossen.

Die 1950 als Maschinenfabrik gegründete August Berger Metallwarenfabrik GmbH ist die wichtigste Beteiligung der Berger Gruppe, die seit 1960 ausschließlich in der Herstellung von Spannringen aktiv ist. 2006 lag der Jahresumsatz der Berger Gruppe mit € 31,6 Mio. leicht über dem Vorjahreswert (2005: € 30,1 Mio.). Die Berger Gruppe beschäftigte 2006 im Jahresdurchschnitt 220 Mitarbeiter. In der von dem Unternehmen besetzten stabilen Nische, der Herstellung von Schließsystemen für Metall- und Kunststofffassern ist das Unternehmen mit einem Marktanteil von ca. 70% europäischer Marktführer. Da sich Spannring aufgrund des im Verhältnis zum Warenwert hohen Volumens nur unwirtschaftlich über längere Distanzen transportieren lassen, verfügt das Unternehmen über verschiedene lokale Landesgesellschaften, die in Kundennähe produzieren Verschlüsse, die in den Gesellschaften Hollandring und Techberg produziert werden, lassen sich dagegen gut transportieren.

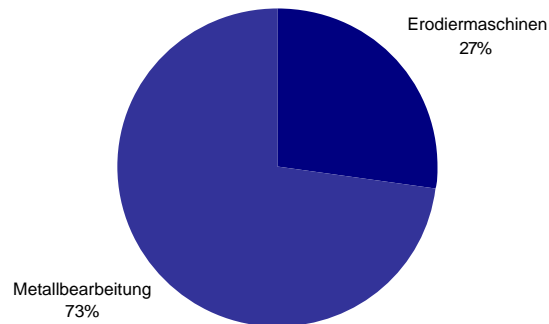
Die Kunden der Berger Gruppe kommen überwiegend aus der Verpackungsindustrie und den Bereichen Pharma-, Chemie- und Lebensmittelindustrie. Der Absatz der Spannringe wird bestimmt durch die Produktionsmengen der Pharma-, der Chemie- und der Lebensmittelindustrie in Europa. Der Absatz hängt zudem von der Verwendung von Fässern als Transportbehältnisse in den genannten Branchen ab. Da die Fasshersteller in der Regel individuelle Fässer produzieren, benötigt jeder Hersteller auf seine Produktlinien zugeschnittene Spannringe.

Zimmer & Kreim ist ein Maschinenbauer und Systemanbieter, der sich auf die Herstellung von Senkerodiermaschinen und Erodiersystemen ausgerichtet hat. Das Unternehmen erzielte 2006 einen Jahresumsatz von € 11,8 Mio. was gegenüber dem Vorjahr (€ 12,4 Mio.) einen Umsatzrückgang um rund 3% bedeutet. Bedingt war dieser Effekt durch einen Großauftrag im Jahr 2005. Obwohl es sich bei Zimmer & Kreim um die kleinere der H.P.I. Beteiligungen handelt, verfügt die Gesellschaft über das größere Wachstumspotenzial. Aufbaukosten belasten gegenwärtig noch das Ergebnis der Beteiligung. Die Gesellschaft, die heute 63 Mitarbeiter beschäftigt, begann nach der Gründung 1985 mit der Entwicklung der ersten eigenen Erodiermaschine. Senkerodiermaschinen werden zur Herstellung von Spritzgussformen und Präzisionsbauteilen benötigt. Das Unternehmen schätzt seinen Technologievorsprung bei automatisierten Erodiersystemen gegenwärtig auf etwa zwei Jahre. Die Automatisierung trägt dazu bei Fehlerquellen in den Prozessabläufen zu eliminieren.

Als Hersteller von Senkerodiermaschinen und Automationssystemen ist die Gesellschaft indirekt von den Endabnehmerbranchen Automobil-, Spielzeug- und Elektroindustrie abhängig, da diese Branchen für das Spritzgussverfahren Formen nutzen, die mit Senkerodiermaschinen gefertigt werden. Direkte Abhängigkeit besteht gegenüber den Formbauern, die auf Erodiersystemen in Auftragsfertigung („Losgröße 1“) Gussformen für das Spritzgussverfahren fertigen. Treiber für den Absatz der Senkerodiermaschinen ist die Verwendung von mit dem Spritzgussverfahren gefertigten Bauteilen. Bestimmte kleinere Formen aus Hartmetall lassen sich nur mit Erodierverfahren wirtschaftlich effizient fertigen.

Grafik 2 zeigt die Aufteilung der Umsätze der operativen Gesellschaften im Jahr 2006.

Grafik 2: Umsatzaufteilung in 2006



Quelle: H.P.I. Holding Aktiengesellschaft

**Beteiligungsstrategie:**  
**Mehrheitsbeteiligungen**  
**an spezialisierten**  
**Produktions-**  
**unternehmen**

**Dauerhafte**  
**Engagements**  
**angestreb-**  
**Mittelstandscharakter**  
**der Beteiligung soll**  
**gewahrt bleiben.**

**Unterstützung der**  
**Beteiligungen durch die**  
**Holding.**

**Beteiligungsverkäufe**  
**nicht ausgeschlossen**

Die Beteiligungsstrategie der H.P.I. Holding Aktiengesellschaft besteht im mehrheitlichen Erwerb (möglichst 100%) von spezialisierten mittelständischen Produktionsbetrieben. Die potenziellen Beteiligungen sollten in ihren Nischen eine marktführende Position innehaben. Der Umsatz der Beteiligungen sollte sich im Bereich von € 10 Mio. bis € 30 Mio. bewegen, internationale Geschäftsbeziehungen bestehen bereits. Der Sitz der Zielgesellschaft liegt im Idealfall im deutschsprachigen Raum. Gegenwärtig verfügt die H.P.I. Holding über liquide Mittel in Höhe von € 1,4 Mio.

Die H.P.I. Holding Aktiengesellschaft will sich nicht an Sanierungsfällen, Start-Ups oder Wachstumsfinanzierungen beteiligen. Auch Unternehmen mit starker Abhängigkeit von einzelnen Geschäftspartnern scheiden aus. Das Unternehmen verfolgt eine Strategie des langfristigen Engagements und wird daher in der Regel auch keine spekulativen Beteiligungen mit dem Ziel einer späteren Weiterveräußerung eingehen. Die mittelständische Struktur der Beteiligungen, wie die Eigenständigkeit, Identität, die Einbindung der früheren Inhaber in das operative Geschäft und kurze Entscheidungswege soll beibehalten werden.

Die wesentliche Aufgabe der H.P.I. Holding Aktiengesellschaft liegt in der Unterstützung der Tochterunternehmen in den Bereichen Controlling, Kostenmanagement, Investitionen, Finanzierung und bei mittelfristigen Strategiefragen. Beteiligungsunternehmen die gesetzte Ziele vorübergehend nicht erreichen, unterstützt die H.P.I. Holding bei notwendigen Restrukturierungen.

Trotz des angestrebten dauerhaften Engagements schließt die Gesellschaft einen Verkauf von Beteiligungen nicht aus. Bedingung ist jedoch, dass der Verkauf aus wirtschaftlichen Gesichtspunkten sinnvoll erscheint.

**Holding wird von  
Alleinvorstand geführt**

**Management soll  
beteiligt werden.**

**Erfahrener Aufsichtsrat**

**Keine dominierenden  
Aktionärsgruppen**

### **Vorstand**

Das Management der H.P.I. Holding Aktiengesellschaft erfolgt aufgrund der Holdingstruktur und Größe der Gesellschaft ausschließlich durch den Alleinvorstand Herrn Jörg Rafael. Herr Rafael übt sein Vorstandsamt seit dem 1.7.2003 aus. Der Industriekaufmann Herr Rafael verfügt über eine dreißigjährige Berufserfahrung als selbständiger Unternehmer in der Industrie.

Es ist geplant das Management über Optionen am Unternehmenserfolg zu beteiligen. Zudem soll den Mitarbeitern der Beteiligungen die Möglichkeit gegeben werden sich über Aktien am Erfolg der H.P.I. Holding zu beteiligen.

### **Aufsichtsrat**

Vorsitzender des Aufsichtsrates der H.P.I. Holding Aktiengesellschaft ist Herr Dr. Norbert Poth. Herr Dr. Poth war vor seiner Aufsichtsrats Tätigkeit für die H.P.I. Holding Aktiengesellschaft Marketingchef der Winterthur AG und Unternehmensberater. Zudem übte Herr Dr. Poth Aufsichtsratsmandate bei verschiedenen Industrieholdings aus. Der stellvertretende Aufsichtsratsvorsitzende Herr Dr. Hannspeter Neubert übte mehrere Führungspositionen in der Wirtschaft aus und war bis 2006 Vorsitzender des Bundesausschusses Betriebswirtschaft. Gegenwärtig ist Herr Dr. Neubert Vorstandsmitglied bei den verbundenen Unternehmen Wirthwein AG (Cremlingen) und Bembé AG (Bad Mergentheim). Der Industriekaufmann Herr Günther Köppel gehört dem Aufsichtsrat als weiteres Mitglied an. Herr Köppel ist seit 1984 als selbständiger Verleger tätig. Herr Dr. Poth und Herr Köppel waren über privaten Aktienbesitz zum Zeitpunkt der Prospekterstellung mit 15,0% bzw. 5,73% am Grundkapital der H.P.I. Holding Aktiengesellschaft beteiligt.

Zum Zeitpunkt der Prospekterstellung verfügten nach Informationen der H.P.I. Holding Aktiengesellschaft neben den Aufsichtsräten Herrn Dr. Poth und Herrn Köppel vier weitere Personen und Personengruppen über wesentliche Anteile an der H.P.I. Holding Aktiengesellschaft. Der Streubesitz beträgt 55,9%.

## ■ Segment Erodiersysteme und Automationslösungen

Tabelle 6: Entwicklung des Segments Erodiersysteme und Automationslösungen

	2005	2006	2007e	2008e	2009e	2010e
Umsatz (in € Mio.)	12,2	11,8	13,6	14,8	16,0	17,1
Umsatzwachstum	21,6%	-2,8%	15,0%	9,0%	8,0%	7,0%
EBIT (in € Mio.)	0,6	0,8	0,9	1,0	1,2	1,4
EBIT-Marge	5,0%	6,8%	6,5%	7,0%	7,5%	8,0%

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

Umsatzwachstum kommt aus der Nachfrage nach automatisierten Systemen.

Softwareverkauf für Systeme wirkt margenerhöhend.

Weltmarkt für Werkzeugmaschinen wächst dynamisch ...

In 2006 konnte das Segment Erodiersysteme und Automationslösungen (Beteiligung Zimmer & Kreim) seine EBIT-Marge weiter ausbauen, obwohl der Umsatz gegenüber dem Vorjahr rückläufig war. Hintergrund des Umsatzrückgangs war ein Großauftrag im Vorjahr. In den nächsten Jahren werden der Verkauf automatisierter Gesamtsysteme (hier ist Zimmer & Kreim Technologieführer) und die geplante internationale Expansion eine bedeutende Rolle für die Umsatzentwicklung der Zimmer & Kreim spielen. Wir trauen den Unternehmen in den Jahren 2008 bis 2010 ein organisches Wachstum von durchschnittlich rund 8% jährlich zu.

Der Verkauf eigenentwickelter Software, die mit den Systemen zusammen verkauft wird, birgt Skaleneffekte. Mit der geplanten Ausweitung der Produktion dürften daher die Margen steigen. Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen seine EBIT-Marge von gegenwärtig 6,8% auf 8,0% ausbauen kann. Den Umsatzanteil der Software haben wir konservativ auf 10% in 2010 geschätzt.

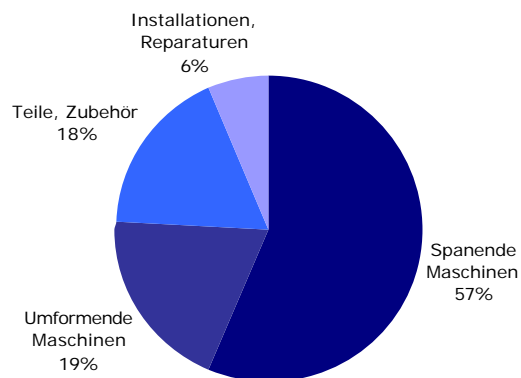
Erodiermaschinen werden den spanenden Werkzeugmaschinen zugeordnet. Nach Angaben des Vereins Deutscher Werkzeugmaschinenfabriken (VDW) wuchs das Weltmarktvolumen für Werkzeugmaschinen 2006 um 10% auf € 47,4 Mrd. Der gegenwärtige Zyklus startete bereits 2004 und ist danach von kontinuierlich steigender Kapazitätsauslastung gekennzeichnet. Die oft mittelständisch geprägten Werkzeugmaschinenbauer in Deutschland wiesen zur Jahresmitte 2007 eine sehr hohe Kapazitätsauslastungsquote von über 90% aus. Der historische Durchschnitt der Kapazitätsauslastung des Maschinenbaus insgesamt liegt nach VDMA-Angaben bei etwa 86%. Die hohe Auslastung spiegelt sich in einem durchschnittlichen Auftragsbestand, der Ende Juni bereits bei 7,3 Monaten (Ende 2006: 6,4 Monate) lag, wieder. Aufgrund der immer besser werdenden Rahmenbedingungen hat der Verband (VDW) seine Prognose des wertmäßigen Produktionswachstums bei Werkzeugmaschinen für 2007 bereits zum zweiten Mal deutlich angehoben. Die aktuelle Schätzung (Stand August 2007) prognostiziert ein 15%iges Wachstum in diesem Jahr. Zimmer & Kreim kann an diesem Zyklus jedoch nur unterdurchschnittlich partizipieren. Da das Unternehmen mit seinen Maschinen nicht direkt die Produktion bedient, sondern sich auf den Trend zu automatisierten Produktionssystemen (mit Losgröße 1) ausgerichtet hat, dürfte der Wachstumspfad der Z+K weniger volatil, dafür jedoch nachhaltig sein.

...hohe  
Kapazitätsauslastung,  
40% höherer  
Auftragseingang  
signalisiert weiteres  
Wachstum.

Die deutschen Werkzeugmaschinenhersteller kamen 2006 auf einen Weltmarktanteil von über 20% (Marktvolumen: € 10,1 Mrd.) Zusätzlich zum Umsatz durch die Produktion der Maschinen erzielten die deutschen Hersteller einen Umsatz von rund € 700 Mio. durch Installationen und Reparaturen. Der hohe Weltmarktanteil ist auf die Exportstärke der Industrie zurückzuführen. So dass besonders die Entwicklung der ausländischen Auftragseingänge für die Werkzeugmaschinenbauer, deren Exportanteil durchschnittlich bei rund 70% liegt, wichtig ist. Die ausländischen Auftragseingänge stiegen im ersten Halbjahr um 45%. Bei einem Wachstum der Inlandsnachfrage von 31% erhöhten sich die Auftragseingänge insgesamt um 40%. Auch für Zimmer & Kreim, die noch eine branchenunterdurchschnittliche Exportquote aufweist, sehen wir in den nächsten Jahren Potenzial im Ausland (Asien), das sich aus der führenden Rolle bei automatisierten Erodier- und Handlingsystemen ergibt.

Grafik 3 zeigt die Umsatzaufteilung deutscher Hersteller von Werkzeugmaschinen unterteilt nach Umsatzkategorien.

Grafik 3: Deutscher Werkzeugmaschinenmarkt nach Umsatzkategorien für 2005 (in %)



Quelle: Verein Deutscher Werkzeugmaschinenfabriken

Erodiermaschinen ein  
Nischenmarkt im  
Bereich  
Werkzeugmaschinen.

Die in Grafik 3 gezeigte Unterteilung bei den Werkzeugmaschinen selbst, erfolgt gemäß der jeweiligen Bearbeitungstechnik (umformend und spanend). Erodiermaschinen gehören zur Gruppe der spanenden Maschinen. Neben Erodiermaschinen zählen hierzu unter anderem Laser-, Ultraschall-, Dreh-, Bohr-, Ausbohr-, Säge-, Trenn-, Schleif-, und Fräsmaschinen. Mit einem Marktvolumen von € 73 Mio. (0,7% am deutschen Werkzeugmaschinenmarkt in 2005) trägt das Segment der Erodiermaschinen deutlichen Nischencharakter. Mit einem Umsatz von € 12,4 Mio. in 2005 lag der Marktanteil der Zimmer & Kreim damit bei rund 20% Marktanteil bezogen auf Deutschland.

Erodieren erlaubt  
hochpräzise Werkstück-  
bearbeitungen.

Die Erodiermaschinen lassen sich in Senk- und Drahterodiermaschinen klassifizieren. Zimmer & Kreim ist gegenwärtig nur als Hersteller und Entwickler von Senkerodiersystemen aktiv. Unter Erodieren im Allgemeinen versteht man einen kontaktlosen Bearbeitungsprozess, der mittels

**Premiuranbieter  
profitieren von  
steigenden  
Kundenansprüchen.**

**Inlandsabsatz stagniert  
bei 350 bis 400  
Maschinen.**

**Chancen bietet der  
Export nach Asien.**

einer Abfolge von elektrischen Entladungen Material von einem Werkstück aus Hartmetall abträgt. Vereinfachend gesprochen entspricht das Drahterodieren im Ergebnis einem Schneidprozess, während Senkerodieren mit einem Bohrvorgang (an der Oberfläche) verglichen werden könnte. Erodieren liefert Resultate an den Werkstücken, die in dieser Genauigkeit und Komplexität mit traditionellen Bearbeitungsmethoden nicht erzielbar sind. Die Erodier-technologie findet daher bei der Herstellung von Hochleistungsformen oder Press-Werkzeugen, welche in der Serienproduktion von Kunststoff-, Glas und Metallteilen genutzt werden, Verwendung. Auch bei der direkten Herstellung komplexer Präzisionsteile werden modifizierte Erodiermaschinen eingesetzt. Für Zimmer & Kreim ist dies jedoch nur ein lukratives Nebengeschäft, der Großteil der Produktion wird an Anwender des Spritzgussverfahrens abgesetzt.

Die mittelständisch geprägten deutschen Hersteller von Erodiermaschinen verfügen über langjähriges Know How in der Schlüsseltechnologie Erodieren und sind wegen ihres mittelständischen Charakters auch eher auf kundenindividuelle Premium-Anlagen ausgerichtet als auf Großserien. Internationale Wettbewerber produzieren dagegen teilweise deutlich über 1.000 Maschinen pro Jahr, sprechen mit ihren Standardprodukten jedoch ausschließlich den Massenmarkt an. Zimmer & Kreim dagegen fertigte im vergangenen Jahr 77 Maschinen nach individuelle Kundenvorgaben. Das Unternehmen hat sich damit bewusst gegen eine Adressierung des Massenmarktes entschieden.

Nach Schätzungen des VDW war der deutsche Gesamtmarkt für Erodiermaschinen von 2005 auf 2006 um 11% rückläufig. Bezogen auf den Wert der deutschen Produktion von Erodiermaschinen (€ 65 Mio.) in 2006 lag der Marktanteil von Zimmer & Kreim bei knapp 18%. Der deutsche Markt gilt als sehr umkämpft und stagniert, der gesamte Inlandsabsatz dürfte bei 350 bis 400 Maschinen jährlich liegen. Zudem stellte sich bei Zimmer & Kreim eine Absatzverschiebung ein. Während die Anzahl verkaufter Neumaschinen um 10% zurückging, stiegen die Auslieferungen überarbeiteter Gebrauchtmachines um 15%. Wir sehen für den 2006 beobachteten Umsatzrückgang im Gesamtmarkt dementsprechend zwei Ursachen: Erstens Wettbewerbsdruck, insbesondere bei Standardmaschinen, der zu sinkenden Durchschnittspreisen führt und zweitens Kunden (Auftragsfertiger), die mit dem kostengünstigeren Erwerb von Gebrauchtmachines kurzfristig Kapazitätsspitzen ausgleichen wollen. Sollte sich die steigende Nachfrage nach Präzisionsteilen und Formen als längerfristige Entwicklung erweisen, wovon wir ausgehen, werden die Auftragsfertiger mittelfristig die erworbenen Gebrauchtmachines durch eine neue Maschinengeneration ersetzen müssen.

Vor dem Hintergrund eines stagnierenden Inlandsmarktes liegen die Chancen für Zimmer & Kreim in erster Linie im Ausland, insbesondere in Asien. Besonders aus China, Korea und Indien werden Nachfrageimpulse erwartet. Der jährliche Bedarf an Senkerodiermaschinen in Asien dürfte bei etwa 2.000 Maschinen liegen. Zimmer & Kreim will in den nächsten Jahren im asiatischen Raum einen Marktanteil von 5% bis 10% erreichen, dies entspricht etwa 100 bis 200 Maschinen pro Jahr. Im Wettbewerb mit den Massen Anbietern wird das Unternehmen immer versuchen müssen, das Premiumsegment zu besetzen, um sich im Markt zu behaupten. Durch die Positionierung als Technologieführer im Bereich Automatisierung kompletter Erodiersysteme (inkl. Handling) ist der Abnehmerkreis der Zimmer & Kreim eher auf anspruchsvolle Anwendungen begrenzt. Handlingsysteme bestücken die Maschinen des Produktionssystems automatisiert

**Erodieren gilt als Schlüsseltechnologie.**

**Verdrängung des Erodierens aus bestimmten Anwendungen durch das HSC-Fräsen abgeschlossen.**

**Erodiermaschinenmarkt: 7% jährliches Wachstum bis 2012 erwartet, die Nachfrage nach hochpräzisen Bauteilen und Formen ist der wichtigste Wachstumstreiber.**

mit Werkzeugen (Elektroden) und Werkstücken. Durch den vollautomatisierten Prozess werden Fehlerquellen reduziert und erhöhen damit die Produktionseffizienz. Der Ersatz menschlicher Arbeitskraft durch Maschinen um Personalkosten zu senken, spielt dagegen bei der Automatisierung in diesem Feld keine Rolle.

Erodieren gilt wegen seiner Nutzung in verschiedenen technologienahen Branchen wie der Automobil-, der Rüstungs-, der Luftfahrt-, und der Raumfahrtindustrie, der Medizintechnik und der Elektroindustrie als Schlüsseltechnologie. In diesen Anwendungen (gehärteter Stahl, komplexe Formen) kann es durch alternative Bearbeitungsverfahren nicht ersetzt werden. In der Verpackungsindustrie werden mit Erodiermaschinen gefertigte Formen ausschließlich indirekt in der Serienproduktion (etwa nach dem Spritzgussverfahren) genutzt. Darüber hinaus spielt das Spritzgussverfahren eine wesentliche Rolle beim branchenübergreifenden Miniaturisierungstrend.

Noch vor einigen Jahren lag der entscheidende Vorteil des Erodierens darin, dass gehärteter Stahl nur mit diesem kontaktlosen Verfahren bearbeitet werden konnten. Mit dem HSC-Fräsen kam jedoch ein Verfahren auf, das bei großen Werkstücken (z.B. Getriebewellen) genutzt werden kann und in diesen Anwendungen effizienter ist als Erodieren. Die Aufgabe der Erodiermaschinen reduzierte sich damit auf Detailarbeiten an Stellen, die die Fräse nicht erreichen konnte oder auf komplexe Formen, die mit Fräsen nicht erstellt werden können. Dieser Substitutionsprozess ist jedoch seit einigen Jahren abgeschlossen. In der praktischen Anwendung werden verschiedene Verfahren zur Bearbeitung von Werkstücken komplementär verwendet.

Tabelle 7: Erodieren vs. Fräsen

1. Erodieren wird zumeist bei gehärteten Stahl und schwer zuspännbaren Materialien eingesetzt.
2. Durch Erodieren ist das Formen von eckigen Kanten möglich.
3. Erodieren besitzt eine höhere Genauigkeit.
4. Durch Erodieren können Stellen erreicht werden, die mit Fräsen nicht zu bearbeiten sind.
5. Erodieren ist eine kontaktlose Bearbeitungsmethode.
6. Fazit: Erodieren und Fräsen sind komplementäre Verfahren und nur in Teilbereichen Substitute

Quelle: Vara Research GmbH

### Trends

Die Marktforscher von Frost & Sullivan sehen das weltweite Marktvolumen für Erodiermaschinen bei US\$ 2,5 Mrd. in 2005. Für 2012 rechnen die Marktforscher mit einem Marktvolumen von US\$ 3,9 Mrd. Diese Annahmen implizieren ein jährliches Wachstum von 7% in den kommenden Jahren. Träger des Wachstums im Erodiermaschinenmarkt ist die Nachfrage nach immer komplexeren Präzisionsteilen aus den Branchen Luft- und Raumfahrt, Automobilindustrie, Medizintechnik, Rüstungs-, Verpackungs- und der Elektroindustrie im Allgemeinen. Diese komplexen Teile lassen sich mit der Erodierertechnik kontaktlos und zudem kosteneffizienter, produktiver und präziser, als mit konventionellen Methoden fertigen. Die neuen technischen

**Qualität und  
Innovationskraft  
machen den  
Unterschied.**

**Produktlebenszyklen für  
Elektronikartikel  
verkürzen sich.**

**Spritzgusstechnologie  
gewinnt als  
Fertigungstechnik an  
Bedeutung.**

**Miniaturisierungstrend  
steigert  
Qualitätsanforderungen  
an Bauteile.**

Entwicklungen bei Erodiermaschinen haben diese Vorteile gegenüber der traditionellen Bearbeitung weiter verstärkt. Zeiteffiziente Prozesse und hohe Qualität der Bauteile dürften besonders bei Raumfahrt- und Rüstungsindustrie die Nachfrage nach Erodiermaschinen treiben. Folglich wird davon ausgegangen, dass Erodiermaschinen traditionelle Werkzeugmaschinen (zum Beispiel Fräsen, Bohren) teilweise ersetzen werden. Nach Einschätzung der Marktanalysten von Frost & Sullivan sollten die Erodiermaschinenhersteller im Markt in erster Linie die weiterentwickelte Technologie und die Kostenvorteile, die eine solche Maschine in ihrer Lebenszeit erwirtschaftet, herausstreichen, anstelle von Kostenvorteilen bei der Anschaffung.

In den Jahren 2002 und 2003 führte das Eindringen chinesischer Formbauer in den europäischen Markt zu einem deutlichen Rückgang der Investitionsbereitschaft europäischer Formbauer (Auftragsfertiger). Die zurückgegangene Investitionstätigkeit dieses wichtigen Kundenkreises führte damals auch bei Zimmer & Kreim zu Umsatzrückgängen und im Gesamtmarkt zu einer Überalterung des Maschinenbestandes. Zimmer & Kreim begegnete dieser Herausforderung in den Jahren 2004 und 2005 mit verstärkten Exportbemühungen und Neuentwicklungen (neues Handlingsystem, neue Erodiermaschinengeneration) erfolgreich.

Die Produktlebenszyklen von Konsumelektronik (z.B. Handys) verkürzen sich weltweit und die Entwicklung neuer Serien (Prototypen) beschleunigt sich. Hierdurch wächst die Nachfrage für Spritzgussformen, Erodiermaschinen, sowie nach Automatisierungslösungen um die Produktivität zu erhöhen. Zimmer & Kreim, deren Senkerodiermaschinen vor allem von Anwendern der Spritzgusstechnologie bezogen werden, profitieren daher von den sich verkürzenden Produktlebenszyklen. Unserer Ansicht nach dürfte der Trend zu kurzen Produktlebenszyklen nachhaltig sein. Hersteller werden zunehmend flexibler mit ihren Modellreihen auf sich wandelnde Marktbedürfnisse reagieren müssen – nicht nur in Asien. Insbesondere die potenziellen Kunden in Europa nutzen gegenwärtig überalterte Erodiermaschinen.

Neben den kürzeren Produktlebenszyklen, die die Nachfrage nach Spritzgussformen treiben, spielt auch die zunehmende Verbreitung dieser Technologie eine entscheidende Rolle. Obwohl es sich beim Spritzgussverfahren um eine weitestgehend etablierte Technik handelt, sehen wir einen wachsenden Einsatzbereich für das Spritzgussverfahren. Zwar werden bestimmte (größere) Spritzgussformen (etwa für Fahrradhelme) mit traditionellen Bearbeitungstechniken (Fräsen) gefertigt, dennoch liegt der Vorteil des (Spritzguss-) Verfahrens gerade in der Fertigung komplexer, miniaturisierter Bauteile. Hierfür benötigte Formen erfordern eine exakte Bearbeitung mit Erodiermaschinen, eine Substitution der Erodiertechnik in diesem Bereich durch alternative Bearbeitungstechniken ist nicht zu erwarten.

Die Miniaturisierung lässt Anforderungen an Kunststoffbauteile deutlich steigen. Mit den Geräten werden auch Bauteile (z.B. bei Hörgeräten) immer kleiner, ohne ihre Leistungsfähigkeit einzubüßen. Dadurch steigen die Anforderungen an die Exaktheit des Bauteils, unsauber gearbeitete Bauteile hätten das Auftreten von Funktionsstörungen zur Folge. Beim Spritzgussverfahren, bei dem Formen mit Kunststoff ausgespritzt werden und diese Formen tausendfach nacheinander verwendet werden, kommt der Genauigkeit der Form eine hohe Bedeutung zu. Die Exaktheit der Form kann über komplett automatisierte Produktionssysteme sichergestellt werden. Daher sollte es insbesondere Zimmer & Kreim als Technologieführer bei Handlingsystemen (Automation)

**Hochleistungsformen für die Spritzgusstechnik und Automatisierung treiben bei Zimmer & Kreim das Wachstum.**

**Erodiermaschinen zur Fertigung von Hochpräzisionsteilen sind ein lukratives Randgeschäft.**

**Automatisierung und Produktqualität zunehmend ein Thema.**

**Machbarkeit in der Automation soll über eigenes Schulungszentrum kommuniziert werden.**

**Ausweitung des Produktspektrums auf Drahterodiermaschinen**

möglich sein am Miniaturisierungstrend (bei hochwertigen Produkten) zu partizipieren.

### **Wachstum**

Zimmer & Kreim liefert in erster Linie Maschinen an die Branchen Automobil-, Spielzeug-, und Elektroindustrie, sowie an Auftragsfertiger. Als Qualitätshersteller mit einem Abnehmerschwerpunkt aus dem Bereich Spritzgussverfahren hat Zimmer & Kreim gute Chancen mindestens mit dem Gesamtmarkt zu wachsen. Automatisierte Erodiersysteme (mit Handlingsystem) sind eine Spezialität der Zimmer & Kreim. Diese Systeme helfen Fehlerquellen durch Automation zu eliminieren und reduzieren die Liegezeiten der Werkzeuge und der Werkstücke. Gerade bei der Fertigung von Formen mit Losgröße 1, die in ihrer Gesamtbearbeitung oft mehrere Stunden in Anspruch nehmen und bei denen es auf hohe Exaktheit ankommt, ist Ausschuss wirtschaftlich kaum zu tolerieren. Die Automatisierung ganzer Systeme ist unseres Erachtens das entscheidende Differenzierungsmerkmal der Zimmer & Kreim gegenüber ihren Wettbewerbern. Besonders im gehobenen Kundensegment dürften die Entwicklungen des Unternehmens großes Potenzial besitzen. Wir denken daher, dass es Zimmer & Kreim auf Grund des Alleinstellungsmerkmals (Automatisierung von Systemen) gelingen wird, den Exportanteil in den nächsten Jahren zu erhöhen, da sich auch in Asien ein Qualitätskundensegment bildet.

Perspektivisch könnte Zimmer & Kreim auch versuchen mit den eigenen Erodiermaschinen die Hersteller von Hochpräzisionsteilen (zur direkten Verwendung) stärker zu adressieren. Gegenwärtig ist das Geschäft mit Senkerodiermaschinen und Erodiersystemen, die für die direkte Fertigung von Hochpräzisionsteilen, etwa zur Verwendung im Automobilsektor, eingesetzt werden, ein lukratives Randgeschäft für Zimmer & Kreim.

Der zukünftige Erfolg der Zimmer & Kreim hängt auch davon ab, inwieweit asiatische Abnehmer bereit sind in Premiumanlagen zu investieren. Wir denken, dass auch in den asiatischen Ländern, insbesondere in den hochentwickelten Staaten Korea und Japan, die Nachfrage nach komplexen Präzisionsteilen steigen wird und der wirtschaftliche Nutzen der Automatisierung von kompletten Produktionssystemen erkannt werden wird. Es wird sich ein Premiumkundensegment herausbilden, das zumindest Hersteller von hochwertigen Elektronikartikeln und die Automobilindustrie umfassen dürfte. Mit den selbstentwickelten, vollautomatisierten Turn-Key Lösungen kann Zimmer & Kreim diesen Kundenkreis weltweit adressieren.

Zimmer & Kreim ist Technologieführer bei Handlingsystemen für Senkerodiersysteme. Diese Position will das Unternehmen insbesondere im Bereich der Automation durch Qualität, Innovation und Entwicklung festigen. Gerade im Bereich der Automation bestehen bei kleineren Werkzeug- und Formbauern Informationsdefizite bezüglich der Machbarkeiten. Mit Hilfe von Schulungen will Zimmer & Kreim in diesem Segment eine höhere Akzeptanz erreichen. Dazu soll ein eigenes Schulungszentrum errichtet werden, um Kunden enger zu binden und um den Mitarbeitern der Kunden die Möglichkeiten der Zimmer & Kreim Maschinen, in der praktischen Anwendung, aufzuzeigen.

Zimmer & Kreim wird im kommenden Jahr mit Drahtschneidmaschinen auf den Markt kommen. Derzeit wird geprüft, welche Komponenten zugekauft werden können um die Entwicklung zu beschleunigen. Hintergrund ist hier dem Markt Know How auf dem Gebiet der Drahterodiermaschinen zu zeigen,

**Engere Zusammenarbeit  
mit Fräsmaschinen-  
hersteller geplant.**

**Internationalisierung  
soll Wachstumskurs  
stärken.**

**Samsung (Korea) ist ein  
wichtiger  
Referenzkunde in Asien.**

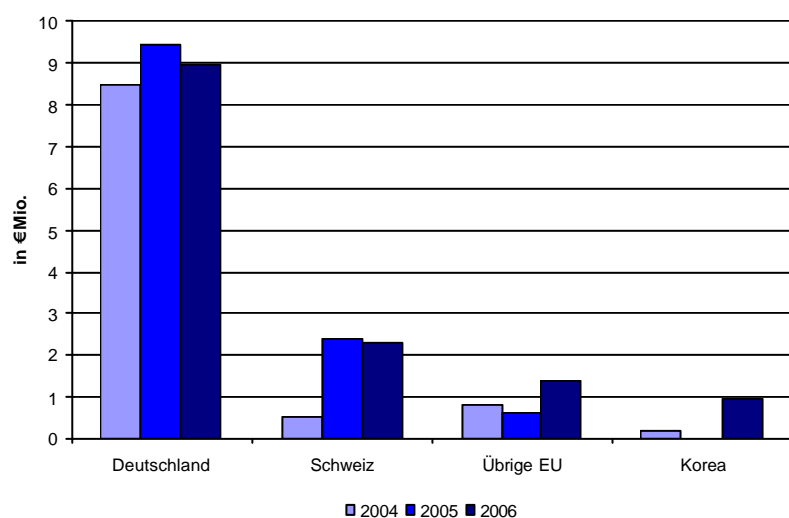
die zusammen mit Senkerodier-, Fräs- und Handlingeinheit Teil eines Erodiersystems sind.

Zudem arbeitet die Zimmer & Kreim GmbH & Co. KG mit allen Herstellern von Fräsmaschinen zusammen. Diese Zusammenarbeit soll noch vertieft werden, um den Kunden zukünftig eine komplette Maschinenzeile alleine anbieten zu können. Bereits 2006 wurde dem Markt eine Turn-Key-Solution, bestehend aus einer Erodiermaschine (Z+K genius 700), einer Fräsmaschine, einer Messmaschine und einem Handlingsystem (Z+K Chameleon) vorgestellt. Die Fertigungszelle schafft damit eine hard- und softwaretechnische Verbindung verschiedener Prozessschritte im Werkzeug und Formbau.

Zimmer & Kreim plant den Exportanteil von gegenwärtig rund 30% in den kommenden Jahren deutlich auszubauen. Besondere Kostenbelastungen aus den Exportbemühungen sind nicht zu erwarten, da die Vertriebspartner vor Ort die Maschinen in Showrooms vorhalten. Den eingeschlagenen Wachstumskurs will das Unternehmen durch eine gezielte kontinuierliche Steigerung des im Ausland erzielten Umsatzanteils stärken. Neben Ostasien, wo das Unternehmen bereits erste Absatzerfolge (Samsung/Korea) zeigen konnte und eine weitere Marktpenetration forcieren will, hat das Unternehmen weitere Regionen im Blick. Auch den Export nach Russland könnte das Unternehmen verstärken und plant auch hier einen weiteren Ausbau. Traditionell beliefert werden auch die Auslandsmärkte in der EU (inkl. Schweiz), die gegenwärtig den Großteil des Exportvolumens verantworten.

Ein erster größerer Erfolg für Zimmer & Kreim ist die Gewinnung von Samsung (Korea) als Referenzkunden. Die Entscheidung Samsungs könnte Signalcharakter in der Branche haben. Grafik 4 zeigt die regionale Umsatzentwicklung der Zimmer & Kreim in den Jahren 2004 bis 2006. Zu beobachten ist, dass es Zimmer & Kreim besonders in den Regionen außerhalb Deutschlands gelungen ist Wachstumsschancen zu nutzen.

Grafik 4: Regionale Umsätze Zimmer & Kreim (2004-2006)



Quelle: H.P.I. Holding AG

**Automatisiertes System  
der Z+K bietet dem  
Kunden echten  
Mehrwert.**

**Komponenten werden  
fremdbezogen,  
modulares System ist  
kundenindividuell und  
produktions-  
kosteneffizient**

**Geschäftsmodell: Hohe  
Qualität durch  
Innovationen...**

**...bei geringer  
Kapitalintensität.**

**Maschinenbauer aus  
Europa und Asien sind  
die wesentlichen  
Anbieter im  
Erodiermaschinenmarkt.**

Die Systeme der Zimmer & Kreim basieren auf modularer Bauweise, sind automatisiert und werden von einer eigenentwickelten Steuerungssoftware betrieben. Im Vordergrund steht bei Zimmer & Kreim dem Kunden eine Lösung zu verkaufen, mit der er seine Effizienz erhöhen kann und nicht nur eine weitere Maschine, die zwar die Kapazität erhöht, aber nicht unbedingt zu höherer Produktivität beiträgt. Hierin liegt das Alleinstellungsmerkmal der Zimmer & Kreim. Diese Alleinstellung wird im Markt zunehmend von Kunden, aber auch von Wettbewerbern wahrgenommen. Die Beratung, die über den reinen Verkauf hinausgeht, ist eine Dienstleistung, die sich mittelfristig in höheren erzielbaren Paketpreisen und höheren Margen niederschlagen dürfte.

Bauteile der Anlagen bezieht Zimmer & Kreim fremd. Gussteile werden teilweise über längerfristige Rahmenverträge bezogen, die auch die Abnahmepreise über die Gültigkeitsdauer fixieren. Über ein modulares Fertigungssystem kann Zimmer & Kreim kundenindividuelle, komplett automatisierte Anlagen hoher Qualität anbieten, die weitestgehend aus standardisierten Bauelementen bestehen. Dadurch kann das Unternehmen die Produktionskosten unter Kontrolle halten und gleichzeitig höchste Qualität liefern. Insbesondere bei der durch Zimmer & Kreim entwickelten Steuerungs- und Automationssoftware werden Unterschiede zu Produkten der Wettbewerber deutlich. Ein Beispiel für eine modulare Lösung ist die bereits 2006 dem Markt vorgestellte „Turn-Key-Solution“ der Zimmer & Kreim. Sie besteht aus einer Erodiermaschine (Z+K genius 700), einer Fräsmaschine, einer Messmaschine und einem Handlingsystem (Z+K Chameleon), wobei Fräs- und Messmaschine fremdbezogen werden.

#### **Wettbewerber/Marktstellung**

Zimmer & Kreim muss sich über Qualität und Innovationen von den großen Anbietern abgrenzen. Eine projektbezogene Zusammenarbeit mit Universitäten und Instituten (u.a. mit dem Fraunhofer Institut für Lasertechnik) unterstreicht die Forschungsstärke des Unternehmens. Die Produktion selbst benötigt nur in geringem Umfang Investitionen in Sachanlagen, ist dafür jedoch Personalkostenintensiv. Eine Verlagerung der Produktion ins Ausland ist wegen der Ansprüche an die fachliche Qualität der Mitarbeiter und die geforderte Nähe zum Kunden, dennoch keine Option.

In den Jahren 2004 und 2005 betragen die Investitionen in technische Anlagen und Maschinen unter T€ 200 (also weniger als 2% des Umsatzes). 2006 investierte das Unternehmen T€ 270, hierin ist allerdings unter anderem der Kauf des Grundstückes enthalten, auf dem Zimmer & Kreim 2007 die eigene Produktion erweitern wird. Die geplante Produktionserweiterung wird etwa € 2 Mio. kosten und die Produktionskapazitäten mittelfristig um ca. 50% erhöhen.

Zu den Wettbewerbern der Zimmer & Kreim zählen mittelständische Unternehmen aus Deutschland, sowie andere europäische und japanische Werkzeugmaschinenhersteller. Da es im Bereich Erodiermaschinen keine US-amerikanischen Hersteller gibt, leidet das Geschäft der Zimmer & Kreim nicht unter einem schwachen US-Dollar. Als große Hersteller von Erodier- und anderen Werkzeugmaschinen und entsprechenden Absatzzahlen sind die spanische ONA Electroerosión S.A, die AGIE S.A. (Schweiz) und die japanischen Unternehmen Sodick, Makino und Mitsubishi zu nennen. Frost & Sullivan sieht Mitsubishi als globalen Marktführer bei Erodiermaschinen.

**Im High End Bereich  
sind nur sieben  
Wettbewerber aktiv.**

Zimmer & Kreim ist Spezialist für Senkerodiermaschinen und automatisierte Erodiersysteme. Bei einigen der Wettbewerber sind die Erodiermaschinen eine von mehreren lieferbaren Werkzeugmaschinenarten im Portfolio. Zimmer & Kreim sieht sich als Anbieter von High End Produkten nur dem Wettbewerb durch sechs bis sieben Konkurrenten (weltweit) ausgesetzt, die eine vergleichbare Qualität liefern können. Unter den Wettbewerbern befinden sich auch drei japanische Hersteller (Makino, Mitsubishi, Sodick). Die Nachfrage nach Standardmaschinen bedient Zimmer & Kreim bewusst nicht.

Die nachfolgende Tabelle bietet eine Übersicht über die Hersteller von Erodiermaschinen (in alphabetischer Reihenfolge).

Tabelle 8: Wettbewerber Erodiermaschinen

Unternehmenssitz	Senkerodier -maschinen	Drahtrodier -maschinen	Umsatz (2006)	Mitarbeiter
AGIE S.A.	Ja	Ja	1,137 Mrd. CHF	3.099
exeron GmbH	Ja	Nein	n.a.	n.a.
Makino GmbH	Ja	Ja	673 Mio. € (2004)	2.900
Mitsubishi E. Europe B.V.	Ja	Ja	n.a.	n.a.
Ona Electroerosión S.A.	Ja	Ja	n.a.	n.a.
OPS – Ingersoll Funken. GmbH	Ja	Nein	n.a.	n.a.
Sodick Co. Ltd.	Ja	Ja	72 Mrd. Yen	225 (3.239)
Zimmer & Kreim GmbH & Co.KG	Ja	Nein	11,8 Mio. €	63

Quelle: ExportPages / Unternehmensangaben/ Vara Research GmbH

**Auch Wettbewerber  
exeron GmbH bietet  
individuelle  
Paketlösungen ...**

**...und erhöht ebenfalls  
die Kapazitäten.**

Bei den Premium-Anbietern sieht Zimmer & Kreim besonders die deutsche exeron GmbH als Wettbewerber. Die exeron GmbH ist aus einem Zusammenschluss der Herbert Walter GmbH in Fluorn und der Deckel-Multiform Erodier-technik aus Wolfratshausen hervorgegangen. Das Unternehmen, das nach eigenen Angaben damit über dreißigjähriges Know-How auf allen Gebieten der Funkenerosion verfügt, hat mit der Übernahme der Digma-Marke sein Produktsortiment um HSC-Bearbeitungszentren (u.a. Fräsen) erweitert. Beide Verfahren sind komplementär, so dass exeron (ebenso wie Zimmer & Kreim) nach eigenen Angaben seinen Kunden Paketlösungen bietet, die über eine gemeinsame Automation der Anlagen (CNC-Senkerodierzentren und HSC-Bearbeitungszentren (Fräsen)) und eine übergreifende Software verfügen. Die Anlagen der Zimmer & Kreim wären hiermit vergleichbar, allerdings bezieht Zimmer & Kreim die Fräsmodule fremd, verfügt jedoch über eine eigenentwickelte Automations- und Steuerungssoftware für alle Module. Als Referenzkunden nennt die exeron GmbH die Unternehmen Bosch (Teile für Dieseleinspritzung) und General Electric (Teilefertigung für Gasturbinen).

Genau wie Zimmer & Kreim, die gegenwärtig ihre Produktionshalle deutlich erweitern (Investitionsvolumen € 2 Mio.), baut auch der Wettbewerber exeron die eigenen Kapazitäten deutlich aus. Der Neubau der exeron GmbH (6.000m<sup>2</sup> Gesamtfläche, davon 2.300m<sup>2</sup> Montagefläche), ist auf die Produktion von rund 200 Maschinen ausgelegt. Die neue Halle der Zimmer + Kreim hat eine jährliche Produktionskapazität von 50 Maschinen, insgesamt kann das Unternehmen damit bis zu 150 Maschinen pro Jahr fertigen.

## ■ Segment Blechverarbeitung

Tabelle 9: Entwicklung des Segments Blechverarbeitung

	2005	2006	2007e	2008e	2009e	2010e
Umsatz (in € Mio.)	30,0	31,6	33,2	34,8	36,6	38,4
Umsatzwachstum	2,9%	5,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
EBIT (in € Mio.)	1,6	2,5	2,6	2,7	2,8	3,0
EBIT-Marge	5,4%	8,0%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

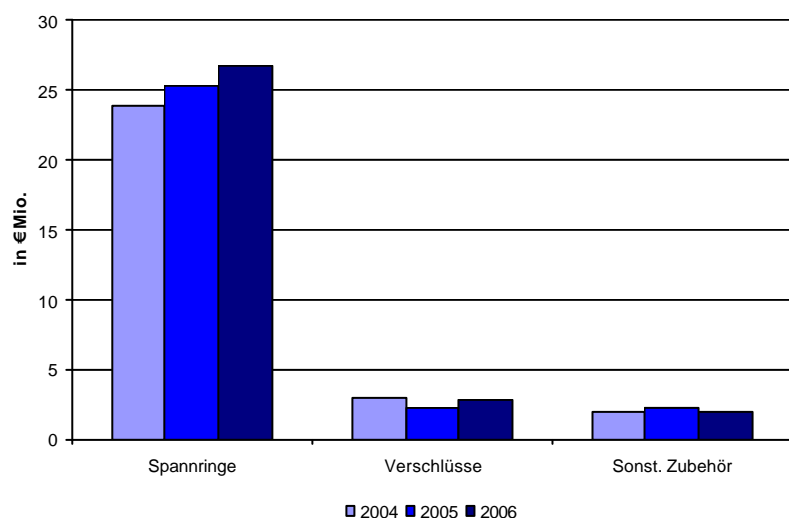
Das Umsatzwachstum in den nächsten Jahren schätzen wir auf 5% p.a., Segment fungiert als Cash Cow.

Europäisches Marktvolumen bei Fassschließsystemen beträgt rund € 40 Mio.

Ausgehend von einem Umsatzwachstum in 2006 von 5,3% sind wir für das Segment Spannringe (Berger Gruppe) von einem jährlichen Umsatzanstieg von 5% ausgegangen. Größere Umsatzsprünge sind ohne Akquisitionen nicht zu erwarten. Mit einer EBIT-Marge von knapp 8% fungiert das Segment als Cash Cow des Konzerns. Das Geschäft ist stabil und der Marktanteil der Berger Gruppe in Europa liegt mit ca. 70% in einer Größenordnung, bei der uns eine Gefahr durch die kleineren Wettbewerber unwahrscheinlich erscheint.

Berger beliefert die Fassindustrie mit Spannringen, Verschlüssen und sonstigem Zubehör (z.B. Dichtungen). Das Marktvolumen für Fassschließ- und Sicherungssysteme in Europa (dem Aktionsraum der Berger Gruppe) beläuft sich auf rund € 40 Mio. Mit einem Umsatz von € 31,6 Mio. in 2006 beläuft sich der Marktanteil der Berger Gruppe auf ca. 70%. Den Großteil der eigenen Umsätze erzielt das Unternehmen mit den Spannringen selbst, Verschlüsse und andere Zubehöerteile tragen jeweils nur rund 10% zum Gesamtumsatz der Gruppe bei. Bei den Spannringen handelt es sich um Einmalartikel. Die nachfolgende Grafik zeigt die Umsätze der Berger Gruppe nach den drei Produktkategorien.

Grafik 5: Umsätze der Berger Gruppe (2004-2006) nach Produktkategorien



Quelle: H.P.I. Holding AG

**Fassschließsysteme: Ein stabiler Nischenmarkt der mit den Produktionsmengen der Kundenindustrien wächst.**

**Der Investitionsdruck auf Herstellerseite ist gering, ..**

**.. das Geschäftsmodell hat Cash Cow Charakter, ..**

**..und weist mäßige Markteintrittsbarrieren auf.**

**Eventuell Kostensenkungspotenziale durch Zusammenlegung von Produktionsstandorten.**

Der europäische Markt für Fassschließsysteme wächst in erster Linie mit den Produktionsmengen der Endabnehmerindustrien (Pharma-, Chemie- und Lebensmittelindustrie). Die Produktion dieser Industrien wird zum Transport teilweise in Fässer gefüllt. Hiervon profitiert die Berger Gruppe, wenn die Abfüllung bereits vor Ort in Europa geschieht. Da der Transport von Spannringen über längere Distanzen unwirtschaftlich ist, würde der Umsatz der Berger Gruppe durch Produktionsverlagerungen der Abnehmerindustrien erheblich beeinflusst werden. Insgesamt hat sich der Markt bisher jedoch stabil gezeigt.

Aufgrund des reifen etablierten Geschäftsmodells, der langjährigen geschäftlichen Beziehungen zwischen Spannring- und Fassherstellern und einer Produktpalette die nur geringen Veränderungen unterworfen ist, besteht nur geringer Investitionsdruck für die Produzenten von Fassschließsystemen.

Das Geschäft mit der Herstellung von Spannringen kann von der H.P.I. Holding als Cash Cow genutzt werden. Das Geschäftsmodell ist leicht verständlich, die Berger-Gruppe bezieht Stahlerzeugnisse (z.B. Stahlband), die über verschiedene Bearbeitungsschritte zu Spannringen und Verschlüssen veredelt werden. Der Materialkostenanteil liegt im Durchschnitt der vergangenen drei Jahre bei rund 55% der Gesamtleistung. Die Lieferung der Fassschließsysteme erfolgt an die Fasshersteller. Bei den Endnutzerbranchen handelt es sich mit Ausnahme der Chemieindustrie um nichtzyklische Branchen. Absatz und Auslastung sind so vergleichsweise gut planbar. An den Standorten in den Niederlanden und in der Slowakei werden Verschlüsse gefertigt, die sich, anders als Spannringe, vergleichsweise kostengünstig transportieren lassen. Der sehr hohe Marktanteil und die etablierten Standorte in der Nähe zu Großabnehmern bilden einen gewissen Schutz gegen neu in den Markt eintretende Unternehmen.

Der beste Schutz vor neuen Wettbewerbern ist die gewachsene Kundenstruktur (Großabnehmer) der Berger Gruppe. Als eher geringe Hürden sind das Produktions-Know how (jedoch sind Sicherheitstests und bestimmte Zertifizierungen erforderlich) und der Kapitalbedarf zu sehen. Auch ist das Geschäftsmodell sehr kostentransparent, sowohl für die Kunden, als auch für potenzielle Wettbewerber, da der wesentliche Kostenfaktor für die Berger-Gruppe der Stahl ist, aus dem die Spannringe gefertigt werden. Wird die Spanne zwischen Stahlpreis und Produktpreis zu groß würde dies Wettbewerber anlocken und eventuell Kunden nach alternativen Anbietern und Verschlussystemen suchen lassen.

Das Unternehmen prüft gegenwärtig die Konzentration der Produktion von Spannringen auf den französischen Standort Niederlauterbach (Auguste Berger S.A.R.L.) und den Standort Löbnitz (LVT Löbnitz Verformungstechnik GmbH) in Sachsen-Anhalt. Beide Standorte fertigen Großserien auf Vollautomaten, während die anderen Standorte teilautomatisiert sind. Sollte die Prüfung eine Konzentration der Spannringproduktion zur Folge haben dürften sich Personalkosten deutlich reduzieren, der Anteil der Transportkosten an der Gesamtleistung würde in geringerem Umfang zulegen. Insgesamt würden sich also die Margen auf Gruppenebene im Falle einer positiven Prüfung erhöhen.

**Wettbewerb durch drei kleinere Familienbetriebe kann der Berger Gruppe kaum gefährlich werden.**

**Hauptrisiken: Produktsubstitute, „Insourcing“ und Produktionsverlagerungen.**

**Trotz Risiken – Berger Gruppe wird Cash Cow bleiben.**

Als Wettbewerber bei Fassschließsystemen sieht die Berger Gruppe in erster Linie drei kleinere Familienbetriebe. Diese sind in ihrem Produktportfolio eingeschränkter als die Berger Gruppe. Durch die geringere Produktionsmenge können die Wettbewerber nach Einschätzung der Berger Gruppe den wachsenden Anforderungen Fassherstellerindustrie nur begrenzt gerecht werden. Unserer Einschätzung nach sind die Wettbewerber für die Marktstellung der Berger Gruppe eine geringe Gefahr. Auswirkungen auf die Margensituation durch verstärkten Wettbewerb der Konkurrenten im Markt sehen wir nicht. Ein Umbruch im Markt (Normierung der Fässer, Substitute für Fässer als Transportsysteme, Markteintritt der Fasshersteller bei Schließsystemen und anziehende Stahlbandpreise) hätten unserer Einschätzung nach schwerwiegendere Folgen für Umsatz- und Ergebnisentwicklung der Berger Gruppe als die bestehenden Wettbewerber.

Hauptrisiken für das stabile Geschäftsmodell sind Produktsubstitute, also Fassverschlussysteme, die Spannringe ersetzen oder Transportbehältnisse, die Fässer in den Abnehmerindustrien ersetzen. Auch ein Wettbewerb durch Fassproduzenten, die ihre Wertschöpfungskette um die Stufe der Fassschließsysteme erweitern, könnte sich zu einer Bedrohung entwickeln. In der Vergangenheit scheiterten die Fasshersteller jedoch mit der Strategie einer um Schließsysteme erweiterten Wertschöpfung, wir halten einen erneuten Versuch daher für eher unwahrscheinlich. Wahrscheinlicher ist dagegen, dass Teile der Produktion der Endabnehmerindustrien in das weniger lohnintensive Ausland (z.B. nach Asien oder Osteuropa) verlegt werden. Die Berger Gruppe könnte die Kunden dann nicht mehr wirtschaftlich von den existierenden Standorten aus beliefern und stünde vor der Entscheidung den Kunden zu folgen und Investitionen in neue Produktionsanlagen zu tätigen oder Umsatz aufzugeben.

Mit Ausnahme möglicher Produktionsverlagerungen der Kundenindustrien halten wir die genannten Risikofaktoren für eher unwahrscheinlich. Auch stellen Produktionsverlagerungen einen schleichenden Prozess dar, so dass die Berger Gruppe mittelfristig bis langfristig ihren Charakter als Cash Cow der Gruppe wahren wird. Zudem bliebe der Berger Gruppe die Möglichkeit Großkunden ins Ausland zu folgen. Die H.P.I. Holding könnte auch zukünftig die Überschüsse der Berger Gruppe nutzen, um das Wachstum der Zimmer + Kreim voranzutreiben.

## Gewinn- und Verlustrechnung

(in € Mio.)	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatz	42,467	42,025	45,379	48,263	51,191
Bestandsveränderung der Erzeugnisse	-0,569	1,059	1,143	1,216	1,290
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,002	0,003	0,003	0,004	0,004
Sonstige betriebliche Erträge	0,436	0,442	0,477	0,508	0,538
Gesamtleistung	42,336	43,529	47,003	49,990	53,022
Herstellungskosten	-23,878	-23,492	-25,268	-26,803	-28,352
Bruttoergebnis	18,458	20,037	21,735	23,186	24,671
Personalaufwand	-9,685	-9,911	-10,698	-11,373	-12,059
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-5,828	-6,207	-6,700	-7,123	-7,553
EBITDA	2,945	3,919	4,337	4,690	5,059
Amortisation	-0,370	-0,370	-0,370	-0,370	-0,370
EBITA	2,575	3,549	3,967	4,320	4,689
Abschreibungen	-1,339	-1,152	-1,233	-1,304	-1,377
EBIT	1,236	2,397	2,734	3,015	3,312
Finanzergebnis	-0,387	-0,444	-0,506	-0,500	-0,444
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ergebnis vor Ertragssteuern	0,849	1,953	2,228	2,515	2,868
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-0,147	-0,520	-0,669	-0,754	-0,860
Anteile Fremder	-0,113	-0,206	-0,206	-0,206	-0,206
Nettoergebnis	0,589	1,226	1,354	1,554	1,801
Bereinigungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	0,589	1,226	1,354	1,554	1,801
Gewichtete Anzahl Aktien	15,60	15,60	15,60	15,60	15,60
EPS	0,04	0,08	0,09	0,10	0,12
EPS bereinigt	0,04	0,08	0,09	0,10	0,12
DPS	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

## Kapitalflussrechnung

(in € Mio.)	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	1,738	0,354	2,259	2,719	3,053
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-1,034	-1,109	-3,312	-1,367	-1,441
Mittelzu-/ -abfluss aus Finanzierungstätigkeit	-1,324	0,541	0,000	0,000	0,000
Veränderung der Zahlungsmittel	-0,620	-0,214	-1,053	1,352	1,612
Flüssige Mittel am Ende der Periode	1,633	1,419	0,365	1,717	3,329

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

## Bilanz

(in € Mio.)	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Anlagevermögen	14,939	14,572	16,281	15,974	15,668
Imm. Vermögensgegenstände	5,286	4,886	4,516	4,146	3,776
Sachanlagen	9,551	9,585	11,664	11,726	11,790
Finanzanlagen	0,102	0,102	0,102	0,102	0,102
Umlaufvermögen	17,597	19,763	19,880	22,159	24,680
Vorräte	8,269	10,514	11,184	11,716	12,237
Forderungen	7,695	7,830	8,330	8,726	9,114
Kasse und WP	1,633	1,419	0,365	1,717	3,329
Sonstiges Aktiva	0,193	0,149	0,149	0,149	0,149
Summe Aktiva	32,729	34,484	36,310	38,282	40,496
Eigenkapital	20,360	21,225	22,785	24,545	26,553
Rücklagen	20,360	21,225	22,578	24,132	25,934
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,206	0,413	0,619
Rückstellungen	1,027	1,134	1,134	1,134	1,134
Verbindlichkeiten	11,332	12,124	12,390	12,601	12,808
Zinstragende Verbindlichkeiten	6,841	7,950	7,950	7,950	7,950
Nichtzinstragende Verbindlichkeiten	4,491	4,174	4,441	4,652	4,859
Sonstige Passiva	0,010	0,002	0,002	0,002	0,002
Summe Passiva	32,729	34,484	36,310	38,282	40,496

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

## Kennzahlen

	2005	2006	2007e	2008e	2009e
<b>Bewertungskennzahlen</b>					
EV/Umsatz	n.a.	n.a.	0,49	0,43	0,38
EV/EBITDA	n.a.	n.a.	5,13	4,46	3,81
EV/EBIT	n.a.	n.a.	8,14	6,93	5,82
KGV berichtet	n.a.	n.a.	10,83	9,43	8,14
KGV bereinigt	n.a.	n.a.	10,83	9,43	8,14
PCPS	n.a.	n.a.	4,96	4,54	4,13
Preis/Buchwert	n.a.	n.a.	0,65	0,61	0,57
<b>Rentabilitätskennzahlen in %</b>					
Bruttomarge	43,5%	47,7%	47,9%	48,0%	48,2%
EBITDA-Marge	6,9%	9,3%	9,6%	9,7%	9,9%
EBITA-Marge	3,8%	6,6%	6,8%	7,0%	7,2%
EBIT-Marge	2,9%	5,7%	6,0%	6,2%	6,5%
Vorsteueremarge	2,0%	4,6%	4,9%	5,2%	5,6%
Nettomarge	1,4%	2,9%	3,0%	3,2%	3,5%
ROE	3,4%	6,9%	7,1%	7,4%	7,9%
ROCE	7,7%	11,8%	12,1%	12,4%	13,1%
<b>Produktivitätskennzahlen</b>					
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. €)	150,6	149,0	154,9	158,5	161,6
Nettoergebnis/Mitarb. (in Tsd. €)	2,1	4,3	4,6	5,1	5,7
Anzahl Mitarbeiter	282	282	293	305	317
<b>Finanzkennzahlen</b>					
Eigenkapitalquote	62,2%	61,5%	62,8%	64,1%	65,6%
Gearing	25,6%	30,8%	33,3%	25,4%	17,4%
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Cash flow Kennzahlen</b>					
Cash flow pro Aktie in €	0,14	0,19	0,19	0,21	0,23
Free cash flow pro Aktie in €	0,07	0,11	-0,02	0,12	0,14
<b>Sonstige Kennzahlen</b>					
Abschreibungen/Umsatz	3,2%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Capex/Umsatz	2,8%	2,9%	7,3%	2,8%	2,8%
Working Capital/Umsatz	27,0%	33,7%	33,2%	32,7%	32,2%
Steuerquote	17,3%	26,6%	30,0%	30,0%	30,0%

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

## A. Angaben gemäß § 34 b WpHG, Finanzanalyseverordnung:

## I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: Vara Research GmbH

Ersteller der vorliegenden Finanzanalyse: Daniel Grossjohann, Analyst, und Michael Vara, Analyst und Geschäftsführer der Vara Research GmbH

Die Vara Research GmbH unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Hinweis gem. § 4 Abs. 4 Punkt 4 FinAnV:

Unternehmen	Datum	Empfehlung	Kursziel
n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

## II. Zusätzliche Angaben:

## 1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit dem Management geführt. Die Analyse wurde vor Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht, jedoch anschließend keine inhaltlichen Änderungen vorgenommen.

## 2. Zusammenfassung der bei Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und –methoden:

Die Vara Research GmbH verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten.

KAUFEN: Die erwartete Kursentwicklung der Aktie beträgt mindestens +15%.

NEUTRAL: Die erwartete Kursentwicklung liegt zwischen –15% und +15%.

VERKAUFEN: Die erwartete Kursentwicklung beträgt mehr als –15%.

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer-Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Break-up-Value-Ansätze oder Substanz-Bewertungsansätze. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Ergebnisse der Bewertung und Kursziele entsprechend ändern. Die Ergebnisse der Bewertung beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

## 3. Datum der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:

(02.10.2007)

## 4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:

(Kurse vom 27.09.2007)

## 5. Aktualisierungen:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. Vara Research GmbH behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

### III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

Es besteht zwischen der Vara Research GmbH und dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erstellung dieser Publikation. Insoweit erhält die Vara Research GmbH eine Vergütung.

Der Geschäftserfolg von Vara Research GmbH basiert auf direkten und/oder indirekten Zahlungen von Emittenten und institutionellen Investoren im Zusammenhang mit Geschäftstätigkeiten, die den Emittenten und dessen Wertpapiere betreffen.

Die Vara Research GmbH (und verbundene Unternehmen), die Ersteller sowie sonstige an der Erstellung der Finanzanalyse mitwirkende Personen und Unternehmen

- verfügen über keine wesentliche Beteiligung an dem Emittenten. Mitarbeiter von Vara Research GmbH sind aber möglicherweise Eigentümer von Wertpapieren oder Anlagen, die in dem Dokument genannt sind (oder in Beziehung zu solchen stehen) und werden möglicherweise in dem Dokument genannte Wertpapiere oder Anlagen erwerben oder über solche disponieren.
- betreuen weder den Emittenten (durch das Stellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen an einem Markt) noch Finanzinstrumente, die Gegenstand dieser Finanzanalyse sind,
- waren (innerhalb der vergangenen 12 Monate) nicht an der Führung eines Konsortiums für die Emission von Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse ist,
- waren weder an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, noch haben sie aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,
- haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.

### B. Allgemeine Angaben/Haftungsregelung:

1. Dieses Dokument wurde von der Vara Research GmbH ausschließlich zu Informationszwecken erstellt.
2. Dieses Dokument ist ausschließlich für die Veröffentlichung auf der Homepage des relevanten Unternehmens und für den Gebrauch durch nationale institutionelle Anleger bestimmt. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung ist nur mit schriftlicher Zustimmung der Vara Research GmbH zulässig.
3. Dieses Dokument stellt weder eine Empfehlung noch ein Angebot oder eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung.
4. Dieses von Vara Research GmbH erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von Vara Research GmbH verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung kann Vara Research GmbH keine Garantie, Zusicherung oder Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit abgeben; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist folglich insoweit ausgeschlossen, sofern seitens Vara Research GmbH kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt. Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von Vara Research GmbH und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von Vara Research GmbH berichtigt werden, ohne dass Vara Research GmbH für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte.