



Researchstudie (Anno)



Kaufen

Stand 05.05.2008

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 15

05.05.2008

Impreglon AG^{(5)*}

KAUFEN

Kursziel: 19,54 €

Kurs: 16,10 €
2.5.2008, 9.10 Uhr,
Frankfurt

Letztes Rating/
Kursziel:
KAUFEN/ 16,64 €

Marktsegment:
Entry Standard

Rechnungslegung:
HGB

Analysten:

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

Sylvia Schulz
schulz@gbc-ag.de

IR-Kontakt:

Impreglon AG
Ulf Reinhardt
Hohenhorststraße 1
D-21337 Lüneburg

Tel.: +4131-88210
Fax: +4131-882250

investorrelations
@impreglon.de
www.impreglon.de

Unternehmensprofil:

Branche: Oberflächentechnik
Mitarbeiter: 319 (31.12.2007)
Firmensitz: Lüneburg, D

Gründung: 1983

Vorstandssprecher: Henning J. Claassen

WKN: A0BLCV5

ISIN: DE000A0BLCV5

Börsenkürzel: I3M

Anzahl Aktien: 5,206 Mio.

Marktkap.: 83,82 Mio. €

Streubesitz: 49,40 %

52 W Hoch: 16,90 €

52 W Tief: 9,90 €

Durchs. Tagesvolumen: 70.538 €

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



In Mio. €	2006	2007	2008e	2009e
Umsatz	20,34	46,14	51,50	58,40
EBITDA	4,27	10,15	12,06	13,91
EBT	2,44	5,92	7,26	8,95
Jahresüberschuss	1,54	4,20	5,66	6,60
In €				
Gewinn je Aktie	0,40	0,86	1,09	1,27
Dividende je Aktie	0,20	0,30	0,40	0,50
In %				
EBITDA-Marge	20,98	22,01	23,41	23,83
EBIT-Marge	11,86	13,91	15,07	16,12
Dividendenrendite	1,24	1,86	2,48	3,11
Kennzahlen				
EV/Sales	4,58	1,94	1,81	1,60
EV/EBITDA	21,82	8,84	7,73	6,70
KGV	40,5	18,65	14,80	12,71
KBV (zum 31.12.2007)			2,72	

Highlights:

- Umsatz- und Ergebnisschätzungen für 2007 deutlich übertroffen
- Dividende von 0,20 € auf 0,30 € erhöht
- Weitere Akquisitionen im laufenden Jahr zu erwarten
- Kursziel nach oben angepasst

* In dieser Studie ist der mit der Notation verbundene mögliche Interessenskonflikt zu berücksichtigen. Nähere Informationen zu möglichen Interessenskonflikten entnehmen Sie bitte <http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

Unternehmen

Profil

Die Impreglon AG mit Sitz in Lüneburg hat sich auf die Oberflächentechnik spezialisiert und besitzt mehrere Schutzrechte für Beschichtungsverfahren aus Kunststoff, Metall und Keramik. Neben dem operativen Geschäft generiert Impreglon Erträge aus Lizenzzahlungen von Partnerunternehmen in Europa, Japan und in den USA. Mit einem Umsatz von 46,1 Mio. € in 2007 zeigt sich das Unternehmen als ein mittelständisches Unternehmen, welches weltweit agiert und seit über 20 Jahren existiert. Impreglon beschäftigt an 15 internationalen Produktionsstätten in über zehn Ländern aktuell mehr als 300 Mitarbeiter.

Derzeit zählen über 500 Unternehmen zum Kundenstamm der Impreglon AG. Dabei veredelt die Gesellschaft Bauteile und Maschinen für die verschiedensten Branchen wie z.B. für die Verpackungs-, Lebensmittel-, und Druckindustrie. Namhafte internationale Unternehmen wie beispielsweise Thyssen Krupp, Nestlé, AEG, Bahlsen, BMW, BASF und ContiTech zählen zu Impreglons Kunden.

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Claassen Holding & Management Services GmbH&Co.KG	50,60
Streubesitz	49,40



Quelle: Impreglon, GBC

Nächste Unternehmenstermine

Ereignis	Datum
Ordentliche Jahreshauptversammlung	11.07.2008
Veröffentlichung der 6-Monatszahlen 2008	bis 31.07.2008
Veröffentlichung der 9-Monatszahlen 2008	bis 31.10.2008

Geschäftsentwicklung 2007

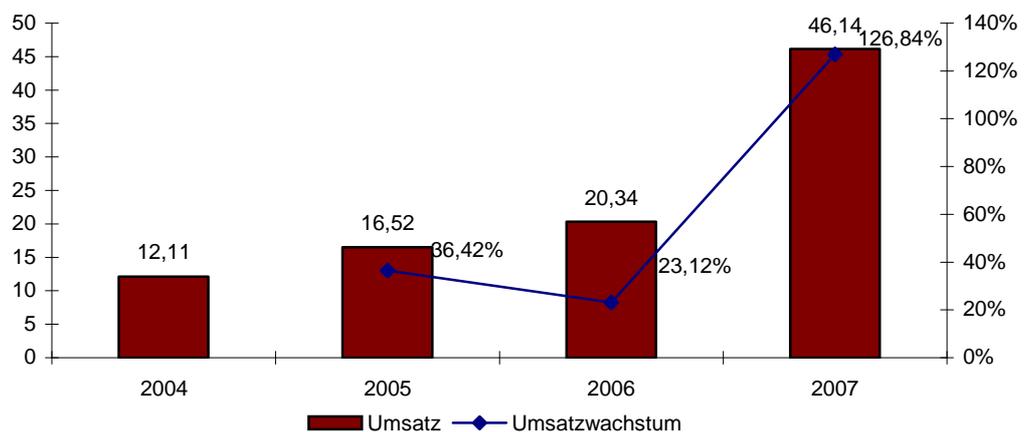
in Mio. €	2006	2007	06 vs. 07
Umsatz Gesamt	20,34	46,14	+ 126,88 %
EBITDA	4,27	10,15	+ 137,54 %
EBIT	2,42	6,41	+ 165,43 %
EBT	2,44	5,92	+ 142,23 %
Jahresüberschuss	1,54	4,20	+ 173,33 %
EPS in €	0,40	0,86	

Quelle: Impreglon, GBC

Umsatzentwicklung

Die Impreglon AG kann auf ein überaus erfolgreiches abgelaufenes Geschäftsjahr 2007 zurückblicken. Das Jahr 2007 war dabei gekennzeichnet durch ein hohes organisches Wachstum in den Betrieben der Impreglon Gruppe sowie durch eine Reihe von Akquisitionen. Die Umsatzerlöse konnten um 126,84 % von 20,34 Mio. € in 2006 auf 46,14 Mio. € in 2007 signifikant gesteigert werden. Damit lagen die Umsätze sowohl deutlich über unseren bisherigen Schätzungen als auch nochmals über den im Januar 2008 kommunizierten vorläufigen Zahlen. Die nachstehende Graphik veranschaulicht die rasante Umsatzentwicklung der Impreglon AG für den Zeitraum 2004 bis einschließlich 2007.

Entwicklung des Umsatzes 2004 bis 2007 (in Mio. €)



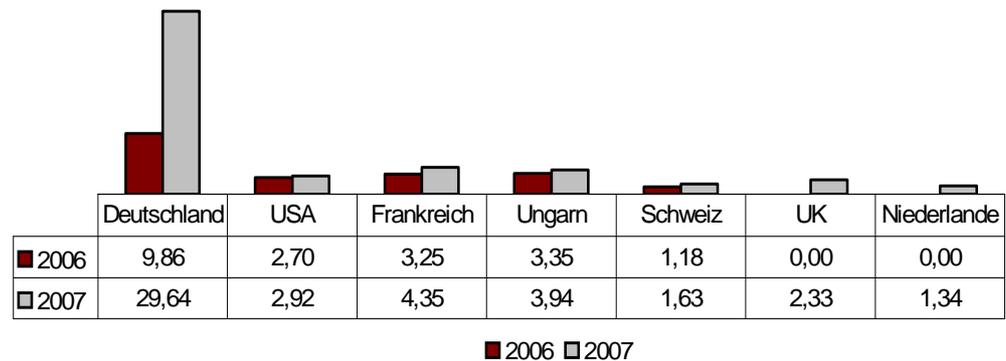
Quelle: Impreglon, GBC

In der Region Deutschland konnten die Umsatzerlöse um rund 206 % von 9,86 Mio. € in 2006 auf 29,64 Mio. € in 2007 ausgeweitet werden. Dabei konnte die Impreglon AG am Stammsitz Lüneburg ein Umsatzplus von knapp 12 % auf 8,58 Mio. € (VJ: 7,66 Mio. €) verweisen. Vor allem das Geschäftsfeld Standardbeschichtungen war für das organische Umsatzwachstum verantwortlich. Nach einer schwächeren Umsatzentwicklung am Stammwerk in Lüneburg im ersten Halbjahr 2007, bedingt durch umfangreiche Umbaumaßnahmen, ist das Stammwerk in der zweiten

Jahreshälfte 2007 wieder auf den Wachstumspfad zurückgekehrt. Des Weiteren wurden die beiden Akquisitionen Sarnberger und TE STRAKE rückwirkend zum 1. Januar 2007 konsolidiert und trugen damit volljährig zu der Umsatzentwicklung des Konzerns bei. Dabei erzielte die Sarnberger GmbH einen Umsatz in Höhe von 5,11 Mio. € in 2007 und die TE STRAKE Umsatzerlöse in Höhe von 11,96 Mio. € in 2007. Die restlichen in Deutschland erzielten Umsätze entfallen auf die Deckert Oberflächen-technik, die seit dem 1.7.2006 erstmalig konsolidiert wurde.

Die nachfolgende Graphik zeigt die Umsatzverteilung im Jahr 2007 nach den verschiedenen Regionen.

Umsatzentwicklung nach Regionen (in Mio. €)



Quelle: Impreglon, GBC

Positiv herzuheben ist vor allem die erfreuliche Entwicklung des operativen Geschäfts der umsatzseitig größten ausländischen Tochterwerke in Frankreich und Ungarn. In Frankreich konnten die Umsatzerlöse deutlich um 33,7 % von 3,25 Mio. € in 2006 auf 4,35 Mio. € in 2007 ausgeweitet werden, was sich zu einem großen Teil auf eine erhöhte Nachfrage nach thermisch gespritzten Metallschichten sowie nach Korrosionsschutzbeschichtungen von Massenteilen zurückführen lässt. Ebenfalls konnte das ungarische Werk ein dynamisches Umsatzwachstum von über 17 % im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007 verzeichnen. Hier stiegen die Umsatzerlöse deutlich von 3,35 Mio. € in 2006 auf 3,94 Mio. € in 2007. Infolge der massiv ausgeweiteten Produktionskapazitäten am ungarischen Standort in den Jahren 2006 und 2007 konnten deutliche Umsatzzuwächse bei Standardbeschichtungen erzielt werden, welche den Umsatzrückgang infolge vorgenommener Preissenkungen bei Korrosionsbeschichtungen einzelner Bauteile überkompensieren konnten. Nachdem bei der Tochtergesellschaft in den USA in 2006 der Vertrieb personell verstärkt und die Angebotspalette ausgeweitet wurde, hatten diese Maßnahmen im abgelaufenen Jahr positive Auswirkungen auf das operative Geschäft. Insgesamt stiegen die Umsatzerlöse in den USA von 2,70 Mio. € in 2006 auf 2,92 Mio. € in 2007 an.

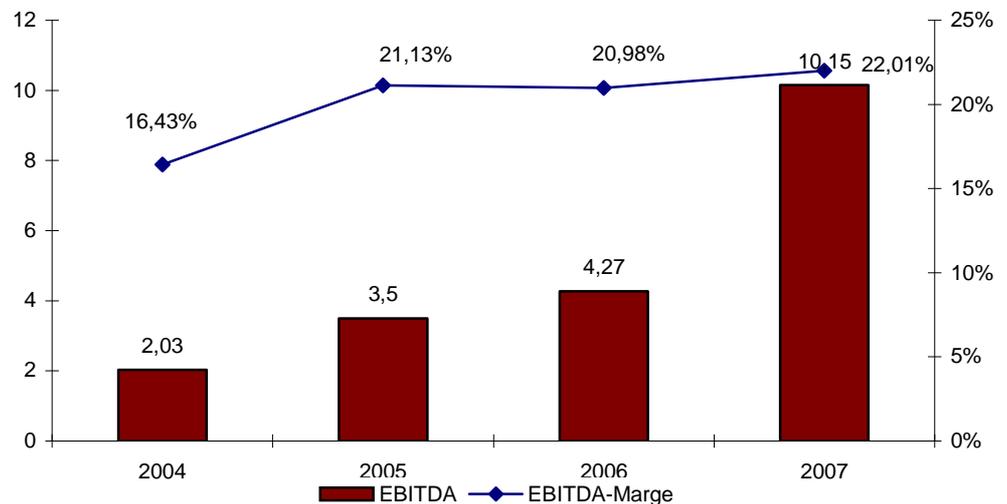
Bei der Impreglon Schweiz konnten die Umsätze von einem niedrigen Niveau auf 1,63 Mio. € (VJ: 1,18 Mio. €) gesteigert werden. Da die Impreglon UK und die Impreglon Niederlande im Vorjahr noch nicht im Konsolidierungskreis enthalten waren, fehlen hier die vergleichbaren Umsatzwerte für das Geschäftsjahr 2006. Das Tochterwerk in England leis-

tete einen Umsatzbeitrag in Höhe von 2,33 Mio. € in 2007, während die Tochtergesellschaft in den Niederlanden einen Umsatz von 1,34 Mio. € für die letzten sechs Monate 2007 erzielte. Auch bei der Impreglon International, hier erhält die Impreglon AG Lizenzeinnahmen von den Werken in Italien und Japan, konnte ein weiterer Umsatzzuwachs verzeichnet werden.

Ergebnisentwicklung

Der Rohertrag konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007 deutlich von 13,37 Mio. € auf 32,67 Mio. € erhöht werden. Da Impreglon weder Eigenleistungen aktiviert und auch keine positiven Sondereffekte in 2007 angefallen sind, resultiert die Steigerung der Rohertragsmarge auf 70,86 % in 2007 (VJ: 65,68 %) rein aus einem effizienteren Materialeinsatz. Ende 2007 beschäftigte das Unternehmen konzernweit 319 Mitarbeiter gegenüber 210 Ende 2006, was die Ursache für den Anstieg der Personalaufwendungen in 2007 auf 13,98 Mio. € (VJ: 5,16 Mio. €) ist. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen stiegen im Vergleich zu den Umsätzen leicht unterproportional von 3,89 Mio. € in 2006 auf 8,48 Mio. € in 2007 an.

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) konnte in 2007 gegenüber der vergleichbaren Vorjahresperiode signifikant um knapp 135 % von 4,27 Mio. € auf 10,15 Mio. € gesteigert werden. Aufgrund von Skaleneffekten und der erhöhten Rohertragsmarge verbesserte sich ebenfalls die EBITDA-Marge von 20,98 % in 2006 auf nunmehr 22,01 %. Das Ergebnis wäre bei einer erfreulicheren operativen Entwicklung des Tochterwerkes in der Schweiz noch besser ausgefallen. Auch wenn die Impreglon AG keine Ergebnisse der einzelnen Tochtergesellschaften veröffentlicht, gehen wir hier in 2007 von einem operativen Verlust aus.



Quelle: Impreglon, GBC

Die Abschreibungen stiegen aufgrund der hohen Investitionen in das Sachanlagevermögen sowie der getätigten Akquisitionen deutlich von 1,86 Mio. € in 2006 auf 3,74 Mio. € in 2007 an. Da die Impreglon AG noch nach HGB bilanziert, muss der erworbene Geschäfts- und Firmenwert ratierlich abgeschrieben werden. Wie dem Anlagespiegel zu entnehmen ist, lagen die Abschreibungen auf den Firmenwert in 2007 bei rund 0,84 Mio. €. Das

Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) betrug in 2007 6,41 Mio. €, was einer deutlichen Steigerung gegenüber dem Vorjahreswert von 2,42 Mio. € entspricht.

Das Finanz- und Beteiligungsergebnis fiel im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007 geringer als im Vorjahr aus. Einerseits belief sich das Zinsergebnis aufgrund der gestiegenen Nettoverschuldung infolge der hohen Investitionen und der Akquisitionen auf -0,31 Mio. € (VJ: -0,04 Mio. €) und andererseits fiel das Beteiligungsergebnis ausgeglichen aus (VJ: 0,44 Mio. €). Die Ergebnisbeiträge der inzwischen vollkonsolidierten Gesellschaften Impreglon Niederlande sowie Impreglon UK wurden in 2006 noch als Beteiligungsergebnis ausgewiesen. Das außerordentliche Ergebnis in 2007 betrug -0,14 Mio. €, was vor allem auf einmalige Aufwendungen im Zusammenhang mit Umbaumaßnahmen bei Gebäuden und Maschinen zurückzuführen ist.

Unter Berücksichtigung der Steuerquote von 27,22 % und nach Gewinnanteilen Dritter lag der Jahresüberschuss bei 4,20 Mio. € (VJ: 1,54 Mio. €), was einem Ergebnis pro Aktie (EPS) von 0,86 € (VJ: 0,40 €) entspricht.

Bilanzielle und finanzielle Situation

Die Eigenkapitalquote belief sich zum Jahresende auf 54,23 %. Durch die Akquisitionen kam es in 2008 auf der Aktivseite zu einem deutlichen Anstieg des Geschäfts- und Firmenwertes auf 11,61 Mio. €, wobei hier die TE STRAKE mit rund 6,66 Mio. € und die Impreglon B. V. mit 2,32 Mio. € den größten Anteil ausmachen. Zudem erhöhte sich das Anlagevermögen infolge hoher Investitionen in Grundstücke und den Maschinenpark deutlich von 10,17 Mio. € Ende 2006 auf 26,48 Mio. € zum Jahresende 2007.

Auf der Passivseite stiegen die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten auf 13,63 Mio. € (VJ: 2,24 Mio. €) an, was ebenfalls auf das anorganische Wachstum sowie die hohen Investitionen zurückzuführen ist.

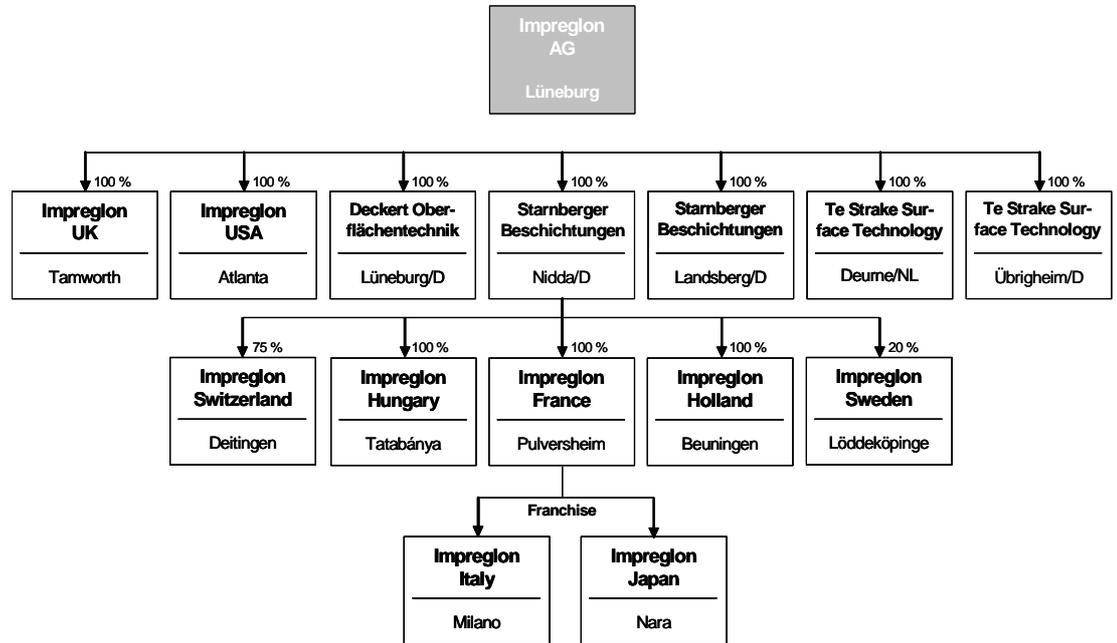
Wichtige Ereignisse nach dem Bilanzstichtag

Im Januar 2008 erlöste die Impreglon AG im Rahmen einer Kapitalerhöhung rund 4,80 Mio. €. Insgesamt wurden 0,34 Mio. neue Aktien zu einem Bezugspreis von 14,20 € bei den Aktionären platziert. Dadurch erhöhte sich die Anzahl der ausstehenden Aktien auf nunmehr 5,21 Mio. Aktien. Die Zusammenlegung der neuen Aktien aus der Kapitalerhöhung mit den alten Aktien wird im Anschluss an die Ordentliche Hauptversammlung der Impreglon AG am 11.07.2008 erfolgen. Mit den zufließenden Geldern soll vor allem das anorganische Wachstum weiter vorangetrieben und die Produktionskapazitäten an drei wichtigen Standorten ausgebaut werden. Hinsichtlich der Akquisitionsstrategie können wir uns vorstellen, dass Impreglon durch einen Zukauf den Standort in den USA weiter verstärken wird.

Des Weiteren gab die Impreglon AG im März 2008 bekannt, die Beteiligung an der Impreglon Frankreich von 60 % auf 100 % erhöht zu haben. Durch die vollständige Übernahme der Impreglon Frankreich sind in der Zwischenzeit alle Tochterunternehmen mit Ausnahme der Impreglon Schweiz und Impreglon Schweden zu 100 % im Besitz der Impreglon AG. Bereits im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007 erfolgte die vollständige Übernahme der Impreglon UK Ltd.

(bisher: 51 %), der Impreglon Kft. in Ungarn (bisher: 70 %) sowie der Impreglon B. V. in den Niederlanden (bisher: 22 %).

Das nachfolgende Schaubild zeigt die aktuelle Konzernstruktur der Impreglon AG.



Quelle: Impreglon, GBC

Mit der Impreglon Schweden und der Impreglon Schweiz verbleiben noch zwei Beteiligungen, die nicht zu 100 % im Besitz der Impreglon AG sind.

SWOT - ANALYSE

Stärken

- Aufgrund der breiten Kunden- und Branchendiversifikation besteht eine gewisse Resistenz gegenüber den Konjunkturzyklen
- Hoher Technologie-Transfer innerhalb der Impreglon-Gruppe
- Internationale Positionierung
- Bereits in der Vergangenheit hohe Rentabilität erreicht
- Erfahrenes Management
- Gute Positionierung in der Wachstumsbranche Oberflächentechnik
- Impreglon verfügt über umweltfreundliche Beschichtungsverfahren (FuseCoat, ZinkAluFlex, NanoFinish)

Schwächen

- Geringe Planungssicherheit, da viele Aufträge kurzfristig akquiriert werden
- Werksdichte in den USA noch gering
- Umsatzerlöse in den einzelnen Ländern noch gering

Chancen

- Starke Zersplitterung der Branche bietet gute Möglichkeit für Akquisitionen
- Internationalisierungsstrategie: Präsenz in weiteren Ländern geplant
- Investitionen in neue Beschichtungstechnologien eröffnen Wachstumsperspektiven
- Wachstumspotential durch eigenentwickelte Verfahren, da Umweltverordnungen die Automobil- und Druckindustrie zukünftig zunehmend zum Verzicht von galvanischen Korrosionsschutzverfahren zwingen

Risiken

- Risiken aus der Abhängigkeit von Schlüsselpersonen
- Know-How nur in begrenztem Maße schützenswert

Prognose und Modellannahmen

Die Impreglon AG sollte nach unserer Einschätzung auch im laufenden Geschäftsjahr 2008 schneller als der Markt wachsen. Für die Oberflächentechnikbranche rechnen wir für 2008 mit einer Wachstumsrate von 7 bis 8 %.

Im ersten Quartal 2008 konnte die Impreglon AG die Umsatzerlöse im Vergleich zum Vorjahr bereits deutlich auf 11,56 Mio. € steigern (VJ: 7,07 Mio. €). Die Ausweitung der Produktionskapazitäten und die Werksneubauten werden dabei erst in der zweiten Jahreshälfte und in 2009 ihre volle Wirkung entfalten. Das EBITDA konnte in den ersten drei Monaten 2008 ebenfalls überproportional auf 2,57 Mio. € (VJ: 1,71 Mio. €) erhöht werden.

Im dritten Quartal 2007 wurde bei der Te Strake Surface Technology mit Sitz in Obrigheim der Startschuss für den Baubeginn eines zweiten Beschichtungswerkes mit einem Investitionsvolumen in Höhe von 5 Mio. € gegeben. Die neue Produktionsstätte soll im dritten Quartal 2008 in Betrieb gehen. Durch das neue Werk verdoppeln sich die vorhandenen Produktionskapazitäten bei der Te Strake.

Für das französische Werk erwarten wir in 2008 eine positive Umsatz- und Ertragsentwicklung. Vor allem das Geschäft mit Korrosionsschutz- und Gleitbeschichtung für Massenteile, speziell für die Automobilindustrie, sollte sich erfreulich entwickeln. In 2008 wird zudem das neu gebaute Werk die Produktion aufnehmen. Aufgrund noch vorhandener Verlustvorträge wird die Steuerquote in Frankreich moderat ausfallen.

Die Produktion der Impreglon Schweiz AG soll in das Werk Impreglon Frankreich verlagert werden. Die Impreglon Schweiz konnte in den vergangenen Jahren nicht die hohe Profitabilität der anderen Werke erreichen, so dass sich das Management zu diesem Schritt entschlossen hat. Die Impreglon Schweiz wird weiterhin als eigenständige Gesellschaft erhalten bleiben, allerdings erfolgt die Produktion nunmehr im französischen Werk in Pulversheim. Der Umzug nach Frankreich sollte im Verlauf des zweiten Quartals 2008 endgültig abgeschlossen sein. Nachdem die Impreglon Schweiz nach unserer Einschätzung in 2007 ein negatives Ergebnis erzielt hat, sollten die eingeleiteten Maßnahmen dazu beitragen, dass die Impreglon Schweiz im laufenden Geschäftsjahr 2008 mindestens ein ausgeglichenes Ergebnis erreichen wird.

Insgesamt erwarten wir auf Konzernebene für das laufende Geschäftsjahr 2008 einen weiteren Umsatzanstieg von 11,61 % auf dann 51,50 Mio. €. Anorganisches Wachstum haben wir in unseren Schätzungen unberücksichtigt gelassen. Wir halten es jedoch für wahrscheinlich, dass die Impreglon AG in 2008 weitere Zukäufe tätigen wird. Auch die Margensituation sollte sich nach unserer Einschätzung weiter verbessern, so dass wir für das Jahr 2008 mit einer EBITDA-Marge in Höhe von 23,41 % und einem EBITDA in Höhe von 12,06 Mio. € rechnen.

Die Abschreibungen sollten infolge der hohen Investitionen und des gestiegenen Firmenwertes weiter ansteigen. Hier sieht unsere Schätzung 4,30 Mio. € vor. Darin enthalten sind, wie bereits in 2007, Abschreibungen auf Firmenwerte von rund 0,84 Mio. €, die nach HGB vorgenommen werden müssen. Sollte Impreglon im kommenden Jahr auf eine Bilanzierung nach IFRS umstellen, werden diese Abschreibungen zukünftig entfallen. Das Finanzergebnis sollte mit -0,5 Mio. € leicht negativ ausfallen. Hier profitiert Impreglon da-

von, dass die Fremdkapitalfinanzierung zu einem sehr attraktiven Zinssatz von rund 5 % erfolgte. Bei einer Steuerquote auf Konzernebene von 22,0 % sollte der Jahresüberschuss nach unserer Erwartung bei 5,66 Mio.€ liegen, was einem EPS von 1,09 € entspricht.

Für das kommende Geschäftsjahr 2009 gehen wir davon aus, dass die Erweiterungen der Produktionskapazitäten dann für weiteres Umsatzwachstum sorgen werden. Die erweiterten Fertigungskapazitäten an den Standorten Obrigheim, Lüneburg, Ungarn und Frankreich werden teilweise erst in der zweiten Jahreshälfte voll zur Verfügung stehen. Die EBIT-DA-Marge sollte sich aufgrund von Skaleneffekten leicht auf 23,83 % in 2009 verbessern.

Bewertung

DCF-Bewertung

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Impreglon 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 1,20 ermittelt. Hierbei unterstellen wir eine leicht überdurchschnittliche Konjunktursensitivität der Gesellschaft.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,60% (10-jähriger Zinssatz plus Beta multipliziert mit Risikoprämie). Da wir langfristig ein Gewicht der Fremdkapitalfinanzierung von 17% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) in Höhe von 9,60%.

Kapitalkosten	in %
Eigenkapitalkosten	10,6%
Gewicht in %	83,3%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Gewicht in %	16,7%
Taxshield in %	30,0%
WACC	9,6%

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2009 - Phase 2	
Umsatzwachstum	8,0%
EBITDA-Marge	23,8%
Steuerquote	29%
Working Capital in % vom Umsatz	4,3%
Umsatz zu OAV	2,2
Abschreibungen vom OAV	15,6%

Werttreiber - DCF Bewertung Endwert - Phase 3	
Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	23,8%
Steuerquote	29,0%
Working Capital in % vom Umsatz	4,3%
Umsatz zu OAV	2,4
Abschreibungen vom OAV	15,6%

Discounted Cashflow-Modell

Die Impreglon 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 8,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 23,8 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 29 % 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 29 % .

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,6 % errechnet.

Der daraus resultierende faire Wert der Aktie auf Basis 2008 liegt bei 19,54 € (zuvor: 16,64 €).

DISCOUNTED CASHFLOWS Modellszenario Impreglon AG

in Mio. €	2008 E	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	Continued
Umsatz	51,50	58,40	63,07	68,12	73,57	79,45	85,81	87,52
Veränderung in %	11,6%	13,4%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	2,0%
EBITDA-Marge	23,4%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%
EBITA	7,76	9,41	10,41	11,38	12,39	13,75	14,84	15,14
EBITA-Marge	15,1%	16,1%	16,5%	16,7%	16,8%	17,3%	17,3%	17,3%
Steuerquote (auf EBITA)	22,0%	26,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
Working Capital	2,00	2,5	2,71	2,93	3,16	3,42	3,69	3,76
in % vom Umsatz	3,9%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
Operatives Anlagevermögen	28,50	28,90	29,47	30,96	32,84	33,11	35,75	36,47
Umsatz zu OAV	1,8	2,0	2,1	2,2	2,2	2,4	2,4	2,4
Abschreibungen	-4,30	-4,5	-4,60	-4,83	-5,12	-5,16	-5,58	-5,69
Abschreibungen vom OAV	15,1%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%
Free Cashflows								
EBITDA	12,06	13,91	15,01	16,21	17,51	18,91	20,42	20,83
Steuern auf EBITA	-1,71	-2,45	-3,02	-3,30	-3,59	-3,99	-4,31	-4,39
Investitionen in AV	-6,00	-4,90	-5,17	-6,32	-7,00	-5,43	-8,23	-6,40
Veränderung des Working Capital	-2,06	-0,50	-0,21	-0,22	-0,23	-0,25	-0,27	-0,07
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Gross Free Cashflow	2,29	6,07	6,61	6,37	6,68	9,24	7,62	9,96

VALUATION in Mio. EUR	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Barwert expliziter FCFs	30,2	30,8	27,6	23,7
Barwert des Continuing Value	69,1	75,7	83,0	91,0
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	99,3	106,5	110,6	114,7
Nettoschulden (Net debt)	9,40	4,34	0,86	-2,65
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	89,9	102,2	109,8	117,3
Fremde Gewinnanteile	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5
Wert des Aktienkapitals	89,5	101,7	109,3	116,8
Ausstehende Aktien in Mio.	4,87	5,21	5,21	5,21
Fairer Wert der Aktie in EUR	18,39	19,54	21,00	22,43

FINANZCASHFLOW in Mio. EUR				
Dividendenzahlung	-1,56	-2,08	-2,60	-3,12
Kapitalerhöhung	4,83	0,00	0,00	0,00
Zinsaufwand/ertrag	-0,50	-0,50	-0,50	-0,40

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

		WACC				
		8,6%	9,1%	9,6%	10,1%	10,6%
Nachhaltiges Umsatzwachstum	1,0%	20,97	19,50	18,22	17,04	16,01
	1,5%	21,84	20,23	18,84	17,57	16,46
	2,0%	22,85	21,06	19,54	18,16	16,96
	2,5%	24,02	22,03	20,34	18,83	17,53
	3,0%	25,40	23,14	21,26	19,59	18,16

Fazit

Die Impreglon AG hat im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007 unsere Schätzungen beim Umsatz und Ergebnis deutlich übertroffen. Neben einem organischen Wachstum von rund 20 % wurden die Zuwächse überwiegend durch Akquisitionen erzielt. Im laufenden Jahr 2008 soll die Umsatzgrenze von 50 Mio. € überschritten werden. Es ist erklärtes Ziel des Vorstandes, die Umsatzerlöse in den nächsten 5 Jahren auf 100 Mio. € zu verdoppeln. Dieses Ziel soll dabei sowohl durch organisches Wachstum im zweistelligen Bereich in den nächsten Jahren als auch durch weitere Akquisitionen geschehen.

Des Weiteren hat der Vorstand angekündigt, die Dividende von 0,20 € auf 0,30 € für 2007 zu erhöhen. Die rechnerisch geringere Ausschüttungsquote ist vor dem Hintergrund des geplanten anorganischen Wachstums zu verstehen. Wir gehen davon aus, dass Impreglon auch im laufenden Geschäftsjahr weitere Akquisitionen tätigen wird, was wir allerdings nicht in unseren Schätzungen berücksichtigt haben. Die gesunden Bilanzstrukturen gewähren der Gesellschaft hier den notwendigen finanziellen Freiraum.

Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir mit weiteren Steigerungen bei den Umsatzerlösen und dem operativen Ergebnis bei einer gleichzeitigen Verbesserung der Margensituation. Die hohen Investitionen in 2007 und 2008 in die Erweiterung der Produktionskapazitäten sollten verstärkt ab der zweiten Jahreshälfte zum Tragen kommen und sich in anziehenden Umsätzen bemerkbar machen.

Das Kursziel für die Aktie sowie die Umsatz- und Ergebnisschätzungen haben wir mit Vorlage der Geschäftszahlen für das Jahr 2007 nach oben angepasst. Nun sehen wir den fairen Wert auf Basis 2008 bei 19,54 € (bislang: 16,64 €). Wir stufen die Aktie der Impreglon AG daher weiterhin mit Kaufen ein.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die 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.

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

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 $\leq - 10 \%$.

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die komplettierten historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

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

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 Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)

§ 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 der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche 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 (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst

Sylvia Schulz, Dipl. Betriebswirtin (FH), Finanzanalystin

§ 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 Leopold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst
Sylvia Schulz, Dipl. Betriebswirtin (FH), Finanzanalyst