

12.08.2008 Greiffenberger AG^{(5)*, (7)*}

Kaufen

Fairer Wert:
15,59 €

Kurs: 9,20 €
8.8.2008, 16.48 Uhr, Frankfurt:

Letztes Rating
(Kursziel):
Kaufen (15,98 €)

Marktsegment:
Regulierter Markt Börse
München, Freiverkehr

Rechnungslegung:
IFRS

Analysten:

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

Sylvia Schulz
schulz@gbc-ag.de

IR-Kontakt:

Greiffenberger AG
Christina Hauptmann
86005 Augsburg

Tel.: 0821-5212-375
Fax.: 0821-5212-275

ir@greiffenberger.de
www.greiffenberger.de

Unternehmensprofil:

Branche: Industrie

Fokus: Antriebstechnik, Sägeblät-
ter/Bandstahl, Kanalsanierung

Mitarbeiter: 977 (30.06.2008)

Firmensitz: Marktredwitz

Gründung: 1986

Vorstand: Stefan Greiffenberger
(CEO)

WKN: 589730

ISIN: DE0005897300

Börsenkürzel: GRF

Anzahl Aktien: 4,40 Mio.

Marktkap.: 40,48 Mio. €

Streubesitz: 27,30 %

52 W Hoch: 11,85 €

52 W Tief: 7,65 €

Durchs. Tagesvolumen : 26.506 €

589730 GRF, Tageschart [Close] - 20.08.2007 - 11.08.2008 - 8.85



in Mio. EUR	GJ 2005	GJ 2006	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e
Sales	122,32	138,36	146,85	152,00	160,00
EBITDA	15,46	19,98	20,54	19,85	21,23
EBIT	9,18	13,90	14,51	13,35	14,43
Periodenergebnis	1,35	-5,50	4,13	6,89	8,01
in EUR					
EPS	0,31	-1,25	0,94	1,57	1,82
EPS bereinigt	0,31	1,05	1,38	1,57	1,82
in %					
EBITDA-Marge	12,6	14,4	14,0	13,1	13,3
EBIT-Marge	7,5	10,0	9,9	8,8	9,0
Kennzahlen					
EV/ Sales	0,79	0,69	0,61	0,59	0,56
EV / EBITDA	6,22	4,81	4,33	4,48	4,19
Kurs-Gewinn-Verhältnis	29,7	-	9,8	5,9	5,1
Kurs-Gewinn-Verhältnis bereinigt	29,7	8,8	6,7	5,9	5,1
Kurs-Buchwert-Verhältnis			1,59		

Highlights:

- Zahlen für das 1. Halbjahr 2008 im Rahmen der Erwartungen
- Aktiensplitt im Verhältnis 10:1 durchgeführt
- Weiterer Abbau der Nettoverschuldung im 1. Halbjahr 2008
- Umsatz- und Ergebnisanstieg für 2008 erwartet
- Sehr günstiges Bewertungsniveau

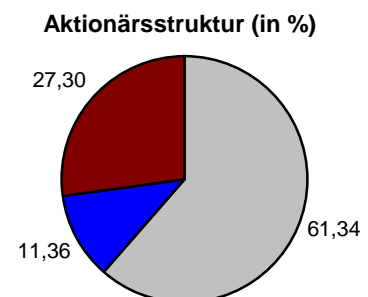
Unternehmen

Profil

Die Greiffenberger AG mit Sitz in Marktredwitz und Verwaltung in Augsburg ist eine familiengeführte Holding mit Beteiligungen in verschiedenen Industriezweigen, welche in drei Unternehmensbereiche aufgeteilt sind. Der Unternehmensbereich Antriebstechnik wird dabei durch die ABM Greiffenberger Antriebstechnik GmbH mit Sitz in Marktredwitz vertreten. Der Unternehmensbereich Metallbandsägeblätter & Präzisionsbandstahl wird durch die J. N. Eberle & Cie. GmbH gebildet. Die BKP Berolina Polyester GmbH & Co. KG. ist im Bereich der Kanalsanierungstechnologie tätig. Börsennotiert ist die Greiffenberger AG seit 1986. Die Greiffenberger-Gruppe beschäftigt gegen Ende des Jahres 2007 fast 1000 Mitarbeiter. Im abgelaufenen Geschäftsjahr erzielte die Gesellschaft Umsatzerlöse in Höhe von 146,9 Mio. € bei einem EBITDA in Höhe von 20,5 Mio. €.

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Greiffenberger Familienholding	61,34
Dr. Karl Gerhard Schmidt	11,36
Streubesitz	27,30
Summe	100



Quelle: Greiffenberger, GBC

Die Aktienanzahl der Greiffenberger AG beläuft sich aktuell auf 4.400.000 Aktien. Die Aktionärsstruktur ist geprägt durch zwei Großaktionäre. Dies ist zum einen die Familie Greiffenberger, die 61,34 % der Aktien hält, und zum anderen Dr. Karl Gerhard Schmidt mit 11,36 % der Aktien. Der Streubesitz beträgt knapp 27,30 %.

Unternehmenstermine

Ereignis	Datum
Zwischenmitteilung zum III. Quartal	14.11.2008
VI. Münchner Kapitalmarkt Konferenz	09. & 10.12.2008
Geschäftsbericht 2008	April 2009
Hauptversammlung	23.6.2009

Geschäftsentwicklung - 1. Halbjahr 2008

in Mio. €	1. HJ 2007	1. HJ 2008	07 vs. 08
Umsatz Gesamt	73,29	74,83	+2,1 %
EBITDA	10,35	9,79	-5,4 %
EBIT	7,33	6,63	-9,6 %
EBT	5,19	4,90	-5,6 %
Jahresüberschuss	3,21	3,47	+8,1 %
EPS in €	0,73	0,79	+8,1 %

Quelle: Greiffenberger, GBC

Umsatzentwicklung

Die Greiffenberger AG konnte die Umsatzerlöse im ersten Halbjahr 2008 moderat um 2,1 % von 73,29 Mio. € in 2007 auf 74,83 Mio. € steigern. Auch die Ordereingänge konnten im Vorjahresvergleich leicht auf 75,6 Mio. € (VJ: 74,9 Mio. €) zulegen, so dass sich das Book-to-Bill Verhältnis mit 1,01 weiterhin über der Marke von 1 bewegt. Während die umsatzseitig größte Tochtergesellschaft, die ABM, einen leichten Umsatzrückgang in den ersten sechs Monaten 2008 verzeichnete, konnte sowohl die Eberle als auch die BKP die Umsätze erhöhen. Die nachfolgende Graphik veranschaulicht die Umsatzentwicklung der Tochterunternehmen im ersten Halbjahr 2008.

Umsatzentwicklung im ersten Halbjahr 2008 (in Mio. €)



Quelle: Greiffenberger, GBC

Das leicht geringere Umsatzniveau bei der ABM erklärt sich vor allem durch eine schwächere Nachfrage nach Antrieben für die relevanten Teilmärkte Textilmaschinen und Biomasseheizungen. Die Textilmaschinenhersteller haben schon seit Ende des letzten Jahres mit einem deutlichen Rückgang bei den Auftragseingängen zu kämpfen. Der Umsatzanteil mit Antrieben für Biomasseheizungen sollte nach unserer Schätzung in 2007 bei rund 6 Mio. € gelegen haben. Auch hier entwickelte sich das Geschäft bei der ABM in den ersten sechs Monaten verhalten. Allerdings erwarten wir, dass sich die Nachfrage in der zweiten Jahreshälfte deutlich beleben wird. Die Umsätze in den wichtigen Teilmärkten Deckenkrä-

ne und Gabelstapler entwickelten sich stabil auf einem hohen Niveau.

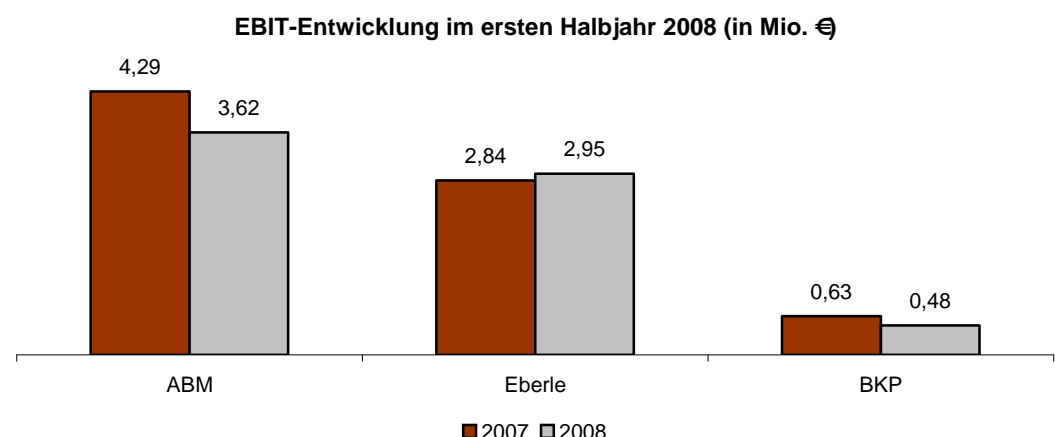
Die Eberle steigerte die Umsatzerlöse im ersten Halbjahr 2008 um rund 6,5 % auf 23,40 Mio. € (VJ: 21,97 Mio. €). Hier entwickelte sich der Bereich Metallbandsägeblätter mit einem zweistelligen Wachstum sehr erfreulich.

Das prozentual stärkste Umsatzwachstum verzeichnete mit 11,8 % die Tochtergesellschaft BKP. Die Umsatzerlöse beliefen sich in den ersten sechs Monaten auf 5,90 Mio. € (VJ: 5,28 Mio. €). Das erste Halbjahr fällt dabei bei der BKP traditionell immer schwächer aus.

Ergebnisentwicklung

Die Tochterunternehmen der Greiffenberger Gruppe sahen sich im ersten Halbjahr 2008 mit Preisanstiegen bei wichtigen Rohstoffen (Aluminium, Kupfer, Stahl, Harz etc.) sowie hohen Energiekosten konfrontiert, die nicht vollständig an die Kunden weitergegeben werden konnten. Folglich blieb die Rohertragsmarge unter Druck und reduzierte sich von 58,11 % in 2007 auf 56,44 % in 2008. Der Rohertrag lag mit 42,63 Mio. € rund 0,6 Mio. € unterhalb des Vorjahres (VJ: 43,25 Mio. €). Vor allem bei der ABM führten die Preisanstiege auf den Beschaffungsmärkten aber auch ein insgesamt schlechterer Produktmix zu einem Rückgang beim Rohertrag. Auf Konzernebene lagen die Personalaufwendungen mit 25,31 Mio. € fast unverändert auf Vorjahresniveau (VJ: 25,65 Mio. €). Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen erhöhten sich leicht und betrugen 7,53 Mio. € in 2008 gegenüber 7,24 Mio. € in 2007.

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) in 2008 betrug 9,79 Mio. € gegenüber 10,35 Mio. € in 2007. Dies entspricht einer EBITDA-Marge von 13,08 % (VJ: 14,12 %). Die Abschreibungen erhöhten sich um knapp 0,15 Mio. € auf 3,16 Mio. €. Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) belief sich zum Halbjahr 2008 auf 6,63 Mio. € nach 7,73 Mio. € im Vorjahr. Das nachfolgende Schaubild zeigt die operativen Ergebnisse der einzelnen Tochterunternehmen im ersten Halbjahr 2008.



Quelle: Greiffenberger, GBC

Das Finanzergebnis verbesserte sich infolge der weiteren Rückführung der Nettoverschuldung deutlich auf -1,72 Mio. € (VJ: -2,14 Mio. €). Zudem bein-

hält das Finanzergebnis einen positiven einmaligen Sonderertrag durch die Neubewertung eines Finanzderivats in Höhe von 0,2 Mio. €. Die Steuerquote auf Konzernebene lag nach den ersten sechs Monaten 2008 bei 29,22 % (VJ: 38,20 %). In dem Steueraufwand von 1,43 Mio. € sind nicht liquiditätswirksame latente Steuern von 0,9 Mio. €, so dass sich die tatsächliche Steuerquote auf lediglich knapp 11 % belief.

Der Jahresüberschuss betrug zum Halbjahr 2008 3,47 Mio. € (VJ: 3,21 Mio. €), was einem Ergebnis je Aktie (EPS) von 0,79 € (VJ: 0,73 €) entspricht.

Bilanzielle und finanzielle Lage

Bei einem Eigenkapital von 28,96 Mio. € zum 30.6.2008 belief sich die Eigenkapitalquote auf 26,0 %. Das Sachanlagevermögen stieg aufgrund einer erhöhten Investitionstätigkeit von 48,06 Mio. € zum Jahresende auf 49,41 Mio. € an. Die Investitionen lagen zum Halbjahr 2008 bei 4,48 Mio. € (VJ: 2,21 Mio. €). Größere Investitionsprojekte waren dabei der Ausbau der Fertigungskapazitäten bei der BKP sowie die Erneuerung des Maschinenparks bei der ABM für den erfolgten Eintritt in den Windkraftmarkt. Die Investitionen sollten im zweiten Halbjahr nicht die Größenordnung des ersten Halbjahres 2008 erreichen. Die Nettoverschuldung konnte im ersten Halbjahr um knapp eine Mio. € auf 40,7 Mio. € (31.12.2008: 41,6 Mio. €) weiter zurückgeführt werden.

Das Net Working Capital erhöhte sich zum Stichtag um rund 2 Mio. € auf 27,46 Mio. € (31.12.2007: 25,33 Mio. €). Da es sich beim Juni um einen umsatzstarken Monat handelte, kam es hier zu einem überproportionalen Anstieg der Forderungen. Im weiteren Jahresverlauf gehen wir allerdings davon aus, dass sich der Working Capital Bedarf wieder normalisieren wird mit entsprechend positiven Auswirkungen auf den operativen Cash Flow.

Auf der Hauptversammlung der Greiffenberger AG am 24.07.2008 in Marktredwitz wurde des Weiteren ein Aktiensplitt beschlossen. Das Verhältnis betrug dabei 1:10. Damit stieg die Aktienanzahl von 0,44 Mio. auf 4,4 Mio. Stück. Zuvor wurde eine Kapitalerhöhung des Grundkapitals aus Gesellschaftsmitteln durchgeführt. Damit erhöhte sich das Grundkapital von 11,25 Mio. € auf 11,26 Mio. €, womit auf eine Aktie ein rechnerischer Anteil von 2,56 € am Grundkapital entfällt.

Prognose und Modellannahmen

Die veröffentlichten Zahlen für das erste Halbjahr 2008 lagen im Rahmen unserer Erwartungen. Wir gehen unverändert von einem moderaten Umsatzzuwachs in 2008 um 3,5 % auf dann 152,00 Mio. € aus. Dabei sehen unsere Schätzungen einen Umsatzanstieg bei allen drei Tochtergesellschaften vor.

Die ABM sollte den Umsatzrückgang aus dem ersten Halbjahr 2008 in der zweiten Jahreshälfte aufholen und ein leichtes Umsatzplus erreichen können. Der Auftragseingang bei der ABM lag zum Halbjahr bereits rund 2 Mio. € über den Umsätzen und deutet auf eine gute Geschäftstätigkeit in den kommenden Monaten hin. Zudem erwarten wir nach einer schwächeren Entwicklung im ersten Halbjahr eine verstärkte Nachfrage im Bereich der Biomasseheizungen. In diesem Segment rechnen wir mit einem Umsatzanstieg von 1 Mio. € auf rund 7 Mio. €. Des Weiteren wurde der Eintritt in den Windkraftmarkt geschafft. Dabei wird ein Kunde mit Pitchantrieben beliefert. Die Umsatzerlöse sollten hier mit einer Größenordnung von 0,5 Mio. € im ersten Jahr der Serienproduktion allerdings überschaubar ausfallen. Für das kommende Jahr rechnen wir bereits mit Umsätzen von 3 bis 5 Mio. €. Auch in Asien und im Bereich Gabelstapler konnten Neukunden gewonnen werden, mit denen im zweiten Halbjahr erstmalig Umsätze generiert werden.

Auch bei Eberle rechnen wir mit einem leichten Umsatzzuwachs für das Gesamtjahr 2008, auch wenn sich das Wachstum in der zweiten Jahreshälfte etwas abflachen sollte. Das Wachstum sollte dabei ausschließlich aus dem Sä-gengeschäft stammen. Bei der BKP sollte sich dagegen die Wachstumsdynamik auch im traditionell stärkeren zweiten Halbjahr unvermindert fortsetzen.

Die BKP geht dabei mit einem hohen Auftragsbestand in die zweite Jahreshälfte. Auch die im ersten Halbjahr erfolgten Investitionen in die Erweiterung der Produktionskapazitäten sollten sich schon im laufenden Jahr positiv auf die Umsätze auswirken.

Unsere Prognose für das EBITDA in 2008 behalten wir mit 19,85 Mio. € ebenfalls bei. Positives Überraschungspotential sehen wir insbesondere bei der ABM. Nachdem hier die EBIT-Marge von 9,31 % im ersten Halbjahr 2007 auf 7,96 % im ersten Halbjahr 2008 zurückging, halten wir es für nicht unwahrscheinlich, dass sich die operative Marge durch einen günstigeren Produktmix wieder verbessert. Des Weiteren verhandelt ABM derzeit über eine Fortsetzung des Beschäftigungspaktes. Im Falle eines erfolgreichen Abschlusses sollten daher auch die Lohnzuwächse in den kommenden Jahren moderat ausfallen und eine sichere Planungsbasis geben.

Auch beim Finanzergebnis könnte sich unsere Schätzung von -3,77 Mio. € in 2008 als zu konservativ erweisen. Zum Halbjahr 2008 belief sich das Finanzergebnis, unter Berücksichtigung des Sonderertrages aus der Bewertung eines Derivates von 0,2 Mio. €, auf -1,72 Mio. €.

Beim operativen Cash Flow erwarten wir im zweiten Halbjahr 2008 eine nochmalige Verbesserung im Vergleich zu den ersten sechs Monaten 2008. Ein effizientes Working Capital Management sollte zu einem Rückgang bei den Vorräten und Forderungen gegen Jahresende führen. Da auch das Investitionsvolumen nach unserer Schätzung unter den 4,5 Mio. € des ersten Halbjahres liegen sollte, rechnen wir daher mit einem weiteren deutlichen Abbau der Nettoverschuldung von 4 bis 5 Mio. € auf dann unter die Schwelle von 40 Mio. €.

Bewertung

DCF-Bewertung

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Greiffenberger 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. 4,50 % (bisher: 4,00 %).

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 1,56 ermittelt. Hierbei unterstellen wir eine leicht überdurchschnittliche Konjunktursensitivität der Gesellschaft.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 13,1 % (10-jähriger Zinssatz plus Beta multipliziert mit Risikoprämie). Da wir langfristig ein Gewicht der Fremdkapitalfinanzierung von 60,0 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) in Höhe von 10,3 %.

Kapitalkosten	in %
Eigenkapitalkosten	13,1%
Gewicht in %	60%
Fremdkapitalkosten	8,0%
Gewicht in %	40%
Taxshield in %	22,5%
WACC	10,3%

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2009 - Phase 2

Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	13,3%
Steuerquote	29%
Working Capital in % vom Umsatz	17,4%
Umsatz zu OAV	315%
Abschreibungen vom OAV	13,9%

Werttreiber - DCF Bewertung Endwert - Phase 3

Umsatzwachstum	2,0%
Kapitalrendite	13,4%

Discounted Cashflow-Modell

Die Greiffenberger 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 3,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 13,3 % 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. Dabei unterstellen wir einen nachhaltigen Umsatzzuwachs von 2 % und eine Kapitalrendite von 13,4 %.

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,3 % (bisher: 9,6 %) errechnet.

Der daraus resultierende faire Wert der Aktie auf Basis 2009 liegt bei 15,59 € (zuvor: 15,98 €).

in Mio. EUR	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	Endwert
Umsatz	152,000	160,000	164,800	169,744	174,836	180,081	185,484	
Umsatzveränderung	3,5%	5,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
EBITDA-Marge	13,1%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	
Abschreibungen (auf IK)	-6,50	-6,80	-7,02	-7,27	-7,49	-7,71	-7,95	
Abschreibungen vom OAV	13,1%	13,5%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	
EBITA	13,35	14,43	14,90	15,30	15,76	16,24	16,72	
EBITA-Marge	8,8%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	
Steuerquote (effektive auf Gewinne)	28,0%	28,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	
EBI (NOPLAT)	9,61	10,39	10,58	10,87	11,19	11,53	11,87	12,22
Working Capital	26,50	27,90	28,68	29,54	30,42	31,33	32,27	
Working Capital zu Umsatz	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	
Operatives Anlagevermögen	49,800	50,500	52,317	53,887	55,504	57,169	58,884	
Umsatz zu operativen Anlagevermögen	305,2%	316,8%	315,0%	315,0%	315,0%	315,0%	315,0%	
Investiertes Kapital (IK)	76,30	78,40	80,99	83,42	85,93	88,50	91,16	
Kapitalrendite	13,0%	13,6%	13,5%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%
Free Cashflows:								
EBITDA	19,85	21,23	21,92	22,58	23,25	23,95	24,67	
Steuern auf EBITA	-3,74	-4,04	-4,32	-4,44	-4,57	-4,71	-4,85	
Investitionen in OAV	-7,66	-7,50	-8,84	-8,84	-9,11	-9,38	-9,66	
Veränderung des Working Capital	-1,18	-1,40	-0,78	-0,86	-0,89	-0,91	-0,94	
Investitionen in Goodwill	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	
Freier Cashflow	7,28	8,29	7,99	8,44	8,69	8,95	9,22	124,66
VALUATION in Mio. EUR								
Barwert expliziter FCFs				39,95	36,80	32,31	27,67	
Barwert des Continuing Value				62,62	69,09	76,23	84,11	
Wert operatives Geschäft (Stichtag)				102,57	105,89	108,54	111,78	
Nettoschulden (Net debt)				48,44	44,94	39,95	34,47	
Barwert aller Optionsrechte				0,00	0,00	0,00	0,00	
Wert des Eigenkapitals				54,12	60,95	68,59	77,31	
Fremde Gewinnanteile				0,00	0,00	0,00	0,00	
Wert des Aktienkapitals				54,12	60,95	68,59	77,31	
Ausstehende Aktien in Mio.				4,40	4,40	4,40	4,40	
Fairer Wert der Aktie in EUR				12,30	13,85	15,59	17,57	
FINANZCASHFLOW in Mio. EUR								
Dividendenzahlung				0,00	0,00	0,00	0,00	
Kapitalerhöhung				0,00	0,00	0,00	0,00	
Zinsaufwand/ertrag				-3,78	-3,30	-2,50	-2,30	
Liquiditätszufluss durch Kapitalerhöhung				0,00	0,00	0,00	0,00	
Sensitivitätsanalyse - fairer Wert je Aktie in EUR - Stand GJ 2009e								
WACC	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%	11,3%			
Kapitalrendite								
21,0%	11,64	10,50	9,51	8,64	7,86			
23,0%	15,25	13,81	12,55	11,44	10,46			
25,0%	18,87	17,12	15,59	14,24	13,05			
27,0%	22,48	20,43	18,63	17,05	15,64			
29,0%	26,10	23,73	21,67	19,85	18,24			

Fazit

Die Zahlen der Greiffenberger AG für das erste Halbjahr 2008 lagen im Rahmen unserer Erwartungen. Das operative Ergebnis bei den Tochtergesellschaften ABM und BKP war infolge gestiegener Rohstoffpreise und Energiekosten leicht rückläufig. Gerade bei der ABM und der BKP gehen wir im zweiten Halbjahr jedoch wieder von einer Verbesserung der Margensituation aus. Die Umsatzerlöse bei der größten Tochtergesellschaft ABM sollten sich in der zweiten Jahreshälfte aufgrund der Gewinnung neuer Kunden und des Einstiegs in den Windkraftmarkt positiv entwickeln. ABM hat sich dadurch auf dem Markt für Windkrafterzeugung erfolgreich als Serienlieferant für Pitchantriebe etabliert.

Des Weiteren erwarten wir, dass sich der operative Cash Flow auf Jahresbasis sehr erfreulich entwickeln wird. Nachdem in den ersten Monaten dieses Jahres höhere Investitionen in die Erweiterung der Fertigungskapazitäten bei ABM und BKP getätigt wurden, sollten die Investitionen im zweiten Halbjahr 2008 wieder moderater ausfallen. Folglich rechnen wir für das Gesamtjahr 2008 mit einer weiteren deutlichen Rückführung der Nettoverschuldung.

Wir haben unsere Schätzungen hinsichtlich Umsatzes und operativen Ergebnis für die Jahre 2008 und 2009 unverändert gelassen. Allerdings haben wir den fairen Wert für die Aktie der Greiffenberger AG aufgrund der Erhöhung des WACC infolge des gestiegenen Zinsniveaus leicht nach unten angepasst.

Den fairen Wert für die Aktie der Greiffenberger AG auf Basis 2009 sehen wir bei nun 15,59 € (bisher: 15,98 €). Mit einem erwarteten 2008er KGV von unter sechs erachten wir die aktuelle Marktbewertung für äußerst attraktiv und sehen damit deutliches Kurspotential für die Aktie der Greiffenberger AG.

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>

§ 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), (7)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent 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