



Researchstudie (Anno)



Kaufen

Stand 07.05.2009

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 14

07.05.2009 Greiffenberger AG^{(5)*, (7)*}

Kaufen

Fairer Wert: 8,44 €

Kurs: 4,30 €
4.5.2009, 9.23 Uhr, Frankfurt

Letztes Rating (Kursziel):
Kaufen (15,59 €)

Marktsegment:
Regulierter Markt Frankfurt (General Standard) und München

Rechnungslegung:
IFRS

Analysten:

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

Sylvia Schmidt
schmidt@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, Sägeblätter/
Bandstahl, Kanalsanierungstechnologie

Mitarbeiter: 981 (31.12.2008)

Firmensitz: Marktredwitz

Gründung: 1986

Vorstand: Stefan Greiffenberger

WKN: 589730

ISIN: DE0005897300

Börsenkürzel: GRF

Anzahl Aktien: 4,40 Mio.

Marktkap.: 18,92 Mio. €

Streubesitz: 27,30 %

52 W Hoch: 11,57 €

52 W Tief: 3,63 €

Durchs. Tagesvolumen: 20.679 €

Quelle: Deutsche Börse (Frankfurt, 12 Monate)



in Mio. EUR	GJ 2006	GJ 2007	GJ 2008	GJ 2009e	GJ 2010e
Umsatz	138,36	146,64	149,10	115,50	128,00
EBITDA	19,98	20,54	16,97	4,32	10,05
EBIT	13,90	14,51	10,59	-1,98	3,55
Jahresüberschuss	-5,50	4,77	5,19	-3,82	0,18
in EUR					
EPS	-1,25	0,94	1,18	-0,87	0,04
Dividende	-	-	-	-	-
in %					
EBITDA-Marge	14,4	14,0	11,4	3,7	7,9
EBIT-Marge	10,0	9,9	7,1	-	2,8
Dividendenrendite	-	-	-	-	-
Kennzahlen					
EV/ Sales	0,54	0,46	0,45	0,58	0,52
EV / EBITDA	3,73	3,28	3,92	15,43	6,62
Kurs-Gewinn-Verhältnis	-3,44	3,96	3,64	-4,95	105,75
Kurs-Buchwert-Verhältnis			0,60		

Highlights:

- Greiffenberger AG erzielt Umsatzwachstum und deutlich positives EBITDA in 2008
- Alle drei Tochterunternehmen ABM, Eberle und BKP mit positivem Ergebnisbeitrag in 2008
- Eigenkapitalquote konnte zum Jahresende 2008 weiter auf 28,4 % erhöht werden
- Deutlicher Umsatzrückgang auf Konzernebene in 2009 erwartet
- Trotz Kurszielanpassung sehen wir die Aktie auf aktuellem Niveau als deutlich unterbewertet an

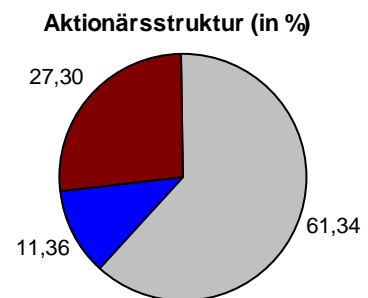
Unternehmen

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 mit Sitz in Berlin ist im Bereich der Kanalsanierungstechnologie tätig. Börsennotiert ist die Greiffenberger AG seit 1986. Die Greiffenberger-Gruppe beschäftigt gegen Ende des Jahres 2008 knapp 1000 Mitarbeiter. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008 erzielte die Gesellschaft Umsatzerlöse von 149,1 Mio. € bei einem EBITDA in Höhe von 17,0 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
Hauptversammlung, Augsburg	23. Juni 2009
Halbjahresfinanzbericht 2009	12. August 2009
Zwischenmitteilung zum III. Quartal 2009	6. November 2009
VIII. Münchner Kapitalmarkt Konferenz	9. Dezember 2009

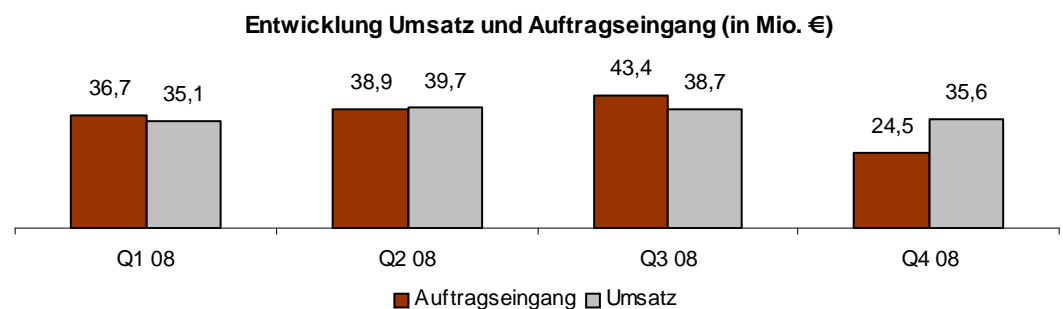
Geschäftsentwicklung - 2008

in Mio. €	2007	2008	07 vs. 08
Umsatz	146,64	149,10	+ 1,7%
EBITDA	20,54	16,97	- 17,1%
EBIT	14,51	10,59	- 27,0%
Jahresüberschuss	4,77	5,19	+ 8,3%
EPS in €	0,94	1,18	+25,5 %

Quelle: Greiffenberger, GBC

Umsatzentwicklung

Die Greiffenberger AG erzielte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008 Umsatzerlöse in Höhe von 149,10 Mio. € (VJ: 146,64 Mio. €) und konnte damit auf Konzernebene ein moderates Umsatzwachstum von 1,7 % erreichen. Dabei machte sich der konjunkturelle Abschwung erst im vierten Quartal 2008 bemerkbar, so dass es hier auf Quartalsebene zu einer Abschwächung bei den Umsatzerlösen sowie den Auftragseingängen kam, wie in der nachfolgenden Graphik deutlich zu sehen ist.

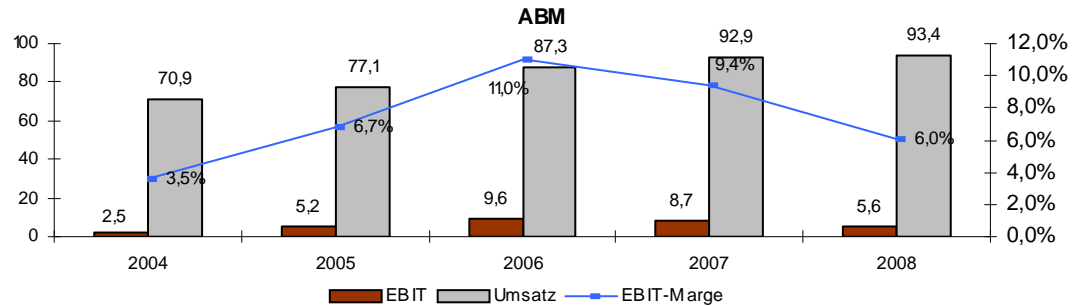


Quelle: Greiffenberger, GBC

Die Exportquote im Konzern bewegte sich weiterhin auf einem hohen Niveau und lag im Gesamtjahr 2008 bei 54,9 % gegenüber 55,5 % im Vorjahr. Die Ordereingänge beliefen sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008 auf 143,50 Mio. € (VJ: 148,00 Mio. €). Mit Beginn des vierten Quartals 2008 war eine stärkere Zurückhaltung auf der Kundenseite spürbar, so dass bei den Auftragseingängen eine deutlich rückläufige Entwicklung zu verzeichnen war. Infolge des schwächeren Schlussquartals lag das Book-to-Bill Ratio seit längerer Zeit wieder unter eins. Hier gilt es allerdings anzumerken, dass die zukünftigen Volumina einiger langlaufender Rahmenverträge, insbesondere bei der Tochtergesellschaft ABM, nicht in den Auftragseingängen ausgewiesen werden.

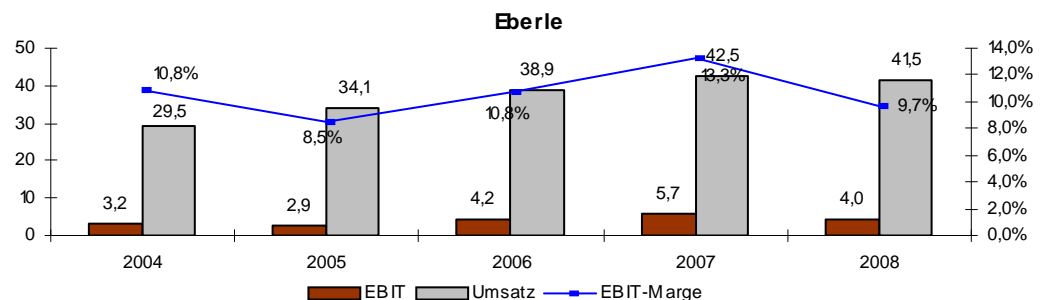
Das in Marktredwitz ansässige Tochterunternehmen **ABM** erzielte im abgelaufenen Jahr einen moderaten Umsatzzuwachs von 92,88 Mio. € in 2007 auf nun 93,44 Mio. €. Nachdem die Umsatzerlöse im ersten Halbjahr 2008 rund 0,5 Mio. € unterhalb des Vorjahres lagen, konnte dieser Rückstand dank einer stärkeren zweiten Jahreshälfte noch aufgeholt werden. Der Auslandsanteil an den Umsätzen erhöhte sich in 2008 geringfügig und betrug 45,2 % (VJ: 44,9 %). Ein Großteil der Umsätze bei der ABM

entfällt auf Kunden aus den Branchen Hebetechnik, Gabelstapler und dem allgemeinen Maschinenbau. Überaus erfreulich entwickelte sich der Bereich Biomasseheizungen mit einem Umsatzwachstum von über 60 %. Nach unserer Schätzung sollte der Umsatz hier in 2008 bei ca. 8 - 9 Mio. € liegen. Erste nennenswerte Umsätze steuerte im abgelaufenen Geschäftsjahr auch der noch junge Bereich Windkraft bei. Hier ist ABM als Serienlieferant von Antrieben und Motoren für Windkraftanlagenhersteller tätig. Die Umsatzerlöse in diesem Bereich schätzen wir für 2008 auf über 1 Mio. €.



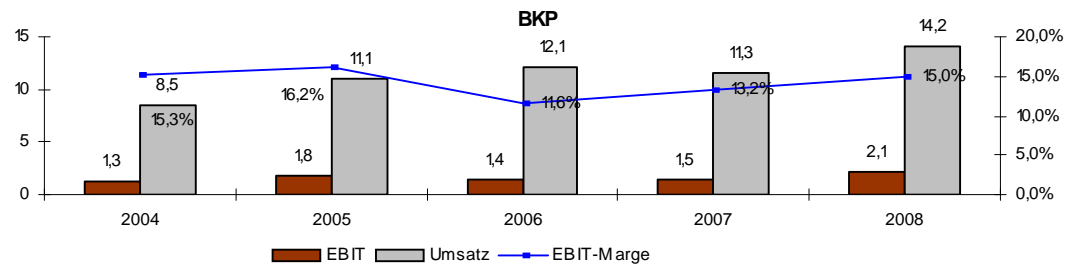
Quelle: Greiffenberger, GBC

Die in Augsburg ansässige Tochtergesellschaft **Eberle** musste im Geschäftsjahr 2008 einen leichten Umsatzrückgang von 42,49 Mio. € in 2007 auf 41,49 Mio. € verzeichnen, wofür sich vor allem das schwächere vierte Quartal 2008 mit einem Umsatzvolumen von rund 8,6 Mio. € verantwortlich zeigte. Während sich der Umsatz im Bereich Präzisionsbandstahl rückläufig entwickelte, konnten im Bereich Metallbandsägen die Marktanteile ausgeweitet und die Umsätze weiter gesteigert werden. Die Exportquote bei Eberle fällt traditionell sehr hoch aus und belief sich in 2008 auf 88,1 % (VJ: 88,1 %). Die in Deutschland erzielten Umsätze lagen in 2008 bei lediglich 4,97 Mio. € (VJ: 5,09 Mio. €).



Quelle: Greiffenberger, GBC

Die Tochtergesellschaft **BKP**, ansässig in Berlin, konnte sich den konjunkturellen Unsicherheiten gänzlich entziehen und einen neuen Rekord bei den Umsätzen erzielen. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008 konnte der Teilkonzern BKP die Umsatzerlöse um 25,8 % von 11,26 Mio. € in 2007 auf 14,17 Mio. € steigern. Dabei fiel das zweite Halbjahr 2008 mit einem Umsatzvolumen von 8,27 Mio. € nochmals deutlich stärker aus. Mit Umsätzen von 11,08 Mio. € (VJ: 8,91 Mio. €) ist Deutschland weiterhin der mit Abstand größte Absatzmarkt für die BKP.



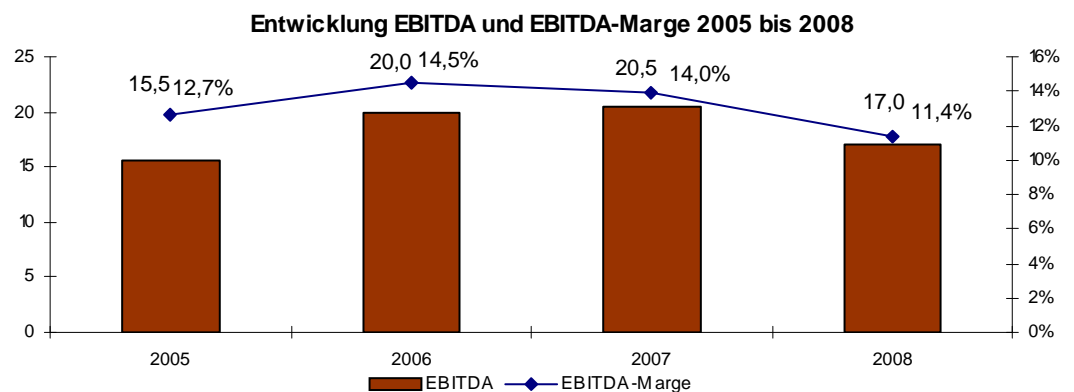
Quelle: Greiffenberger, GBC

Ergebnisentwicklung

Die sonstigen betrieblichen Erträge fielen in 2008 hauptsächlich aufgrund der Auflösung von Rückstellungen in Zusammenhang mit dem laufenden Geschäftsbetrieb mit 3,15 Mio. € um rund 0,65 Mio. € höher aus als im Vorjahr (VJ: 2,50 Mio. €). Die aktivierten Eigenleistungen lagen in 2008 mit 0,58 Mio. € auf dem Vorjahresniveau. Dagegen führten die zum Teil deutlich gestiegenen Rohstoffpreise sowie ein geänderter Produktmix zu einem erheblichen Anstieg der Materialaufwandsquote. Die Materialaufwandsquote (in Relation zum Umsatz) erhöhte sich im Jahr 2008 auf 47,81 % im Vergleich zu 44,19 % in 2007. Die zu beobachtenden Preisrückgänge bei für die Teilkonzerne wichtigen Rohstoffen, z. B. Aluminium, Kupfer, Kunstharz und Stahl, sowie bei Energie, werden vor allem in 2009 positive Auswirkungen auf die Materialaufwandsquote haben.

Die Personalaufwandsquote entwickelte sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008 mit 33,55 % (VJ: 33,50 %) relativ stabil. Zum Jahresende 2008 beschäftigte die Greiffenberger AG in den drei Teilkonzernen insgesamt 980 Mitarbeiter (31.12.2007: 988), wobei rund zwei Drittel der Tochtergesellschaft ABM zuzuordnen sind. Der Personalaufwand erhöhte sich geringfügig von 49,19 Mio. € im Jahr 2007 auf 50,02 Mio. € im Jahr 2008. Bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen war in 2008 ein Anstieg von 15,37 Mio. € in 2007 auf nun 16,93 Mio. € zu verzeichnen, was vor allem auf erhöhte Verwaltungsaufwendungen sowie Instandhaltungen zurückzuführen ist. Die Aufwendungen für Leiharbeiter beliefen sich in 2008 auf 0,85 Mio. € (VJ: 0,95 Mio. €).

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) lag im Gesamtjahr 2008 bei 16,97 Mio. € (VJ: 20,54 Mio. €). Aufgrund eines schwächeren vierten Quartals 2008 infolge der konjunkturellen Abkühlung wurde daher unsere Ergebnisprognose leicht unterschritten. Im ersten Halbjahr 2008 betrug das EBITDA 9,79 Mio. €. Die nachfolgende Graphik veranschaulicht die Entwicklung des EBITDA sowie der EBITDA-Marge für den Zeitraum 2005 bis 2008.



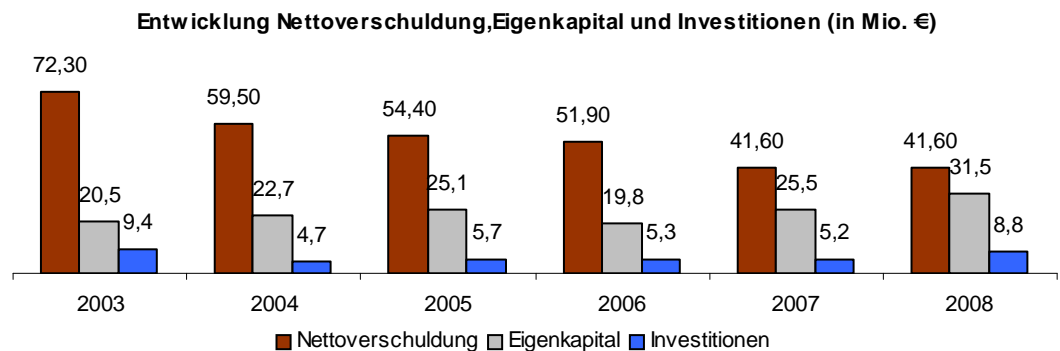
Die Abschreibungen fielen im Jahr 2008 aufgrund des gestiegenen Investitionsvolumens in den Maschinenpark mit 6,38 Mio. € um rund 0,35 Mio. € höher aus als im Vorjahr. Das operative Ergebnis (EBIT) belief sich auf Konzernbasis im Jahr 2008 folglich auf 10,59 Mio. € (VJ: 14,51 Mio. €), was einer EBIT-Marge von 7,11 % (VJ: 9,88 %) entspricht. Einen deutlichen Rückgang beim Segmentergebnis musste dabei die größte Tochtergesellschaft ABM hinnehmen. Hier reduzierte sich das Segmentergebnis von 8,71 Mio. € in 2007 auf 5,63 Mio. € in 2008. Während sich das Ergebnis bei Eberle aufgrund der niedrigeren Umsatzbasis sowie den gestiegenen Beschaffungskosten mit 4,03 Mio. € (VJ: 5,65 Mio. €) rückläufig entwickelte, konnte BKP das Segmentergebnis in 2008 kräftig von 1,52 Mio. € im Geschäftsjahr 2007 auf 2,13 Mio. € steigern. Die Holding-Kosten betragen in 2008 rund 1,19 Mio. € (VJ: 1,36 Mio. €).

Das Finanzergebnis verbesserte sich deutlich auf -3,48 Mio. € in 2008 gegenüber -4,62 Mio. € in der Vorjahresperiode. Hierin berücksichtigt ist der auf die BKP entfallende Minderheitenanteil von 0,44 Mio. € (VJ: 0,31 Mio. €). Des Weiteren erzielte die Greiffenberger AG einen positiven Sonderertrag aus der Bewertung eines Zinsderivats in Höhe von 0,69 Mio. €, nachdem dieser Bewertungsvorgang im Vorjahr zu einer Sonderbelastung im Finanzergebnis von 0,27 Mio. € geführt hatte. Bereinigt um den Minderheitenanteil der BKP und das Zinsderivat verbesserte sich das Zinsergebnis um 0,3 Mio. € auf rund 3,7 Mio. € in 2008. Die Steuerquote auf Konzernebene belief sich in 2008 auf 26,96 %. Unter Berücksichtigung der noch vorhandenen steuerlich nutzbaren Verlustvorträge lag der liquiditätswirksame Steueraufwand jedoch lediglich bei 0,94 Mio. €. Bereinigt um die latenten Steuern entspricht dies einer tatsächlichen Steuerquote von 13,2 %. Der Jahresüberschuss sowie der Gewinn je Aktie (EPS) betragen im abgelaufenen Geschäftsjahr 5,19 Mio. € (VJ: 4,13 Mio. €) respektive 1,18 € (VJ: 0,94 €).

Bilanzielle und finanzielle Lage

Signifikante Fortschritte im abgelaufenen Geschäftsjahr konnte die Greiffenberger AG bei der weiteren Verbesserung der Bilanzrelationen erreichen. Das Eigenkapital erhöhte sich infolge des thesaurierten Jahresüberschusses von 25,53 Mio. € Ende 2007 auf nunmehr 31,52 Mio. € zum 31.12.2008. Gleichzeitig stieg die Eigenkapitalquote zum Jahresende 2008 auf 28,4 % an (31.12.2007: 24,0 %). Auf Konzernebene wird weiterhin eine Eigenkapitalquote von 33 % angestrebt. Aufgrund des konjunkturellen Abschwungs gehen wir davon aus, dass diese Zielquote nun voraussichtlich etwas später im Jahr 2011 erreicht wird. Der Buchwert je Aktie belief sich somit auf 7,16 €, was auf Basis des aktuellen Kurses einem Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) von 0,60 entspricht. Das Sachanlagevermögen stieg wegen erhöhter Investitionen bei allen drei Tochtergesellschaften bis zum Jahresende um über 2,5 Mio. € auf 50,65 Mio. € an.

Die niedrigeren Umsätze im Dezember 2008 führten darüber hinaus zu einem Aufbau des Vorratsvermögens mit entsprechender Auswirkung auf das Working Capital. Die Investitionen in Höhe von 9,1 Mio. €, wovon mit rund 4,56 Mio. € die Hälfte der Investitionen bei ABM getätigt wurden, sowie der Anstieg des Working Capital um rund 2 Mio. € hatten zur Folge, dass die Nettoverschuldung mit 41,6 Mio. € auf dem Niveau des Vorjahres verblieb. Das nachstehende Schaubild veranschaulicht eindrucksvoll die erreichten Fortschritte in den letzten sechs Jahren beim Abbau der Nettoverschuldung und der Zunahme des Eigenkapitals.



Quelle: Greiffenberger, GBC

Prognose und Ausblick

Die Teilkonzerne der Greiffenberger-Gruppe bewegen sich aktuell in einem schwierigen Marktumfeld und die makroökonomischen Rahmenbedingungen haben sich in den letzten Wochen und Monaten nochmals merklich eingetrübt. So erwartet der Verband Deutscher Maschinen- und Anlagenbauer (VDMA) seit Anfang April 2009 einen Produktionsrückgang für die Branche von 10 bis 20 % nachdem die Prognose zuvor bei minus 7 % lag. Hier muss allerdings differenziert werden. Während einige Teilmärkte, wie z. B. Bau-, Textil-, Werkzeug- und Druckmaschinen, stärker von dem konjunkturellen Abschwung betroffen sein werden, sollten sich andere Industriezweige innerhalb der Branche, die sich auf die Bereiche Energieeffizienz und Umwelttechnologien spezialisiert haben, deutlich stabiler entwickeln.

Bei der größten Tochtergesellschaft ABM sind wir zuversichtlich, dass sich die Gesellschaft aufgrund von neuen Produkten und Neukunden zumindest teilweise von der negativen Branchenentwicklung im laufenden Jahr abkoppeln kann. Einige Kunden aus den Bereichen Hebetchnik, Gabelstapler und Textilien sehen sich derzeit mit deutlichen Auftragsrückgängen konfrontiert, jedoch gelang es der ABM in den letzten Jahren andere aussichtsreiche Märkte, wie z. B. Windkraftanlagen sowie Biomasseheizungen, erfolgreich zu besetzen. Auch neue Entwicklungen, wie z. B. im Bereich von LKW-Ladebühnen, sind viel versprechend. Insgesamt rechnen wir für die ABM mit einem Rückgang bei den Umsatzerlösen auf 73,0 Mio. € im laufenden Geschäftsjahr 2009 (2008: 93,4 Mio. €).

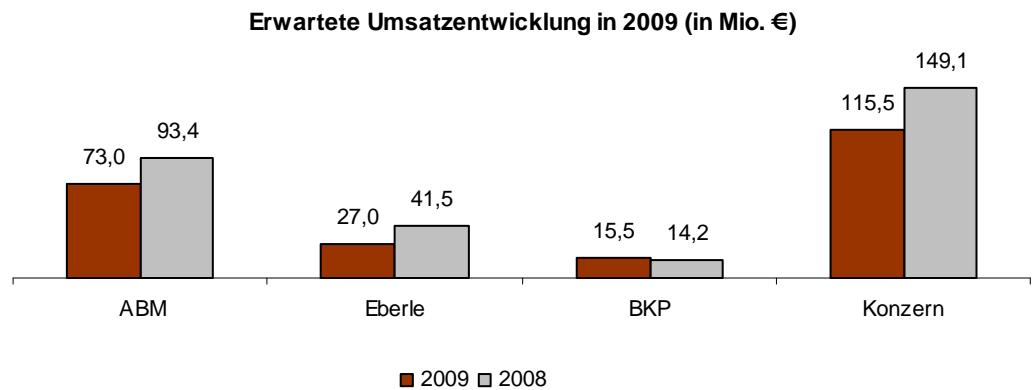
Aufgrund des konjunkturellen Einbruchs wird der Lagerbestandsabbauzyklus bei einigen Kunden von ABM in den ersten Monaten 2009 noch andauern, so dass die Umsätze im ersten sowie auch im zweiten Quartal 2009 auf einem geringen Niveau liegen sollten. Deutliche Umsatzimpulse erwarten wir in der zweiten Jahreshälfte durch die anlaufende Serienfertigung von Antrieben für Windkraftanlagen. Wir erwarten in diesem Zusammenhang Umsätze von rund 4 Mio. €. Auch die Nachfrage nach Biomasseheizungen sollte sich nach unserer Einschätzung im laufenden Jahr stabil entwickeln. Hier lagen die Umsätze in 2008 bei rund 8,5 Mio. €. Zudem wurde in Zusammenarbeit mit einem Partner eine elektrische Antriebslösung für LKW-Hebebühnen entwickelt. Hieraus erwarten wir im Jahr 2009 bereits erste Umsätze im niedrigen einstelligen Mio. € Bereich, bevor das Umsatzvolumen im kommenden Geschäftsjahr 2010 weiter ansteigen sollte.

Bei Eberle gehen wir in 2009 von einem deutlichen Umsatzrückgang aus. Dies sollte gleichermaßen beide Bereiche Metallbandsägen und Präzisionsbandstahl betreffen. Auch hier wird auf Kundenseite der Lagerbestandsabbau noch länger andauern, so dass mit einem schwächeren ersten Halbjahr 2009 zu rechnen ist, bis sich das Orderverhalten der Kunden in der zweiten Jahreshälfte erwartet normalisiert. Der Einstieg in den Markt für Hartmetallsägen dient der Erweiterung des Produktportfolios und wird in 2009 erste Umsätze liefern. Für das Gesamtjahr 2009 erwarten wir einen deutlichen Umsatzrückgang auf 27,0 Mio. € (2008: 41,5 Mio. €).

Bei der BKP sollte sich die erfreuliche Entwicklung des operativen Geschäfts auch im Jahr 2009 unverändert fortsetzen. Der Wachstumstreiber wird dabei der Berolina-Liner, ein kostengünstiges Technologieverfahren zur grabenlosen Rohrsanierung, sein, das sich für rund 80 % der Umsätze bei dieser Tochter verantwortlich zeigt. Da ein Großteil der Auftraggeber von Kanalsanierung

nierungen öffentliche Bedarfsträger sind, rechnen wir in 2009 mit einer stabilen Nachfrage. In 2008 wurden bei der BKP mit 1,2 Mio. € bereits höhere Investitionen in die Erweiterung der Produktionskapazitäten getätigt. Bis Ende 2010 sollen die Produktionskapazitäten bei BKP weiter deutlich ausgebaut werden. Erste geringe Umsätze erwarten wir in 2009 zudem aus der Kooperation mit einem Unternehmen in den USA. Für 2009 rechnen wir bei BKP mit einem Umsatzanstieg auf 15,50 Mio. € (2008: 14,2 Mio. €).

Das nachstehende Schaubild zeigt die für 2009 erwarteten Umsatzerlöse bei den drei Tochtergesellschaften ABM, Eberle, BKP sowie für den Konzern im Vergleich zum Geschäftsjahr 2008.



Quelle: GBC

Auf die sich abschwächende Nachfrage wurde bei Eberle und bei ABM mit der Einführung von Kurzarbeit und den Abbau von Leiharbeitern reagiert, um die Kostenseite entsprechend anzupassen. Entlassungen von festen Mitarbeitern sind jedoch nicht vorgesehen. Auch andere bereits ergriffene Maßnahmen sollten dazu führen, dass sowohl die Personalaufwendungen als auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen unter dem Vorjahresniveau liegen werden. Für den Konzern sehen wir das EBITDA in 2009 bei 4,32 Mio. €, was einem deutlichen Rückgang gegenüber dem Vorjahreswert von 16,97 Mio. € entspricht.

Die Abschreibungen sollten sich trotz höheren Investitionen in 2008 mit 6,3 Mio. € in etwa konstant verhalten. Das Finanzergebnis erwarten wir im laufenden Geschäftsjahr 2009 mit -3,4 Mio. €. Hierin enthalten sind neben dem Minderheitenanteil (2009e: -0,45 Mio. €) auch die Zinszahlungen auf die Kredite (2009e: -2,95 Mio. €). Unter Berücksichtigung einer positiven Steuerquote aufgrund der Aktivierung latenter Steuern liegt unsere Schätzung für den Jahresüberschuss im laufenden Geschäftsjahr 2009 bei -3,82 Mio. €, was einem EPS von -0,87 € entspricht.

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. 3,00 % (bisher: 4,50 %).

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 1,52 ermittelt. Hierbei unterstellen wir eine leicht überdurchschnittliche Konjunktursensitivität der Gesellschaft.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,35 % (bisher: 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 9,3 %.

Kapitalkosten	in %
Eigenkapitalkosten	11,4%
Gewicht in %	60%
Fremdkapitalkosten	8,0%
Gewicht in %	40%
Taxshield in %	22,5%
WACC	9,3%

Greiffenberger AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Wertetreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	11,7%	ewige EBITA - Marge	7,8%
AFA zu operativen Anlagevermögen	12,5%	effektive Steuerquote im Endwert	29,0%
Working Capital zu Umsatz	19,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	
Umsatz (US)	115,50	128,00	134,40	141,12	148,18	155,58	163,36	171,53	
US Veränderung	-22,5%	10,8%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,22	2,46	2,57	2,69	2,81	2,94	3,08	3,24	
EBITDA	4,32	10,05	15,72	16,51	17,34	18,20	19,11	20,07	
EBITDA-Marge	3,7%	7,9%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	
EBITA	-1,98	3,55	9,22	9,97	10,77	11,62	12,50	13,44	
EBITA-Marge	-1,7%	2,8%	6,9%	7,1%	7,3%	7,5%	7,7%	7,8%	7,8%
Steuern auf EBITA	0,58	-1,03	-2,68	-2,89	-3,12	-3,37	-3,63	-3,90	
zu EBITA	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
EBI (NOPLAT)	-1,41	2,52	6,55	7,08	7,65	8,25	8,88	9,55	
Kapitalrendite	-1,8%	3,2%	8,4%	9,1%	9,6%	10,2%	10,8%	11,4%	11,4%
Working Capital (WC)	26,50	26,00	25,54	26,81	28,15	29,56	31,04	32,59	
WC zu Umsatz	22,9%	20,3%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Investitionen in WC	1,46	0,50	0,46	-1,28	-1,34	-1,41	-1,48	-1,55	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	52,00	52,00	52,32	52,50	52,70	52,90	53,00	53,00	
AFA auf OAV	-6,30	-6,50	-6,50	-6,54	-6,56	-6,59	-6,61	-6,63	
AFA zu OAV	12,1%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	
Investitionen in OAV	-7,08	-6,50	-6,82	-6,72	-6,76	-6,79	-6,71	-6,63	
Investiertes Kapital	78,50	78,00	77,85	79,31	80,85	82,46	84,04	85,59	
EBITDA	4,32	10,05	15,72	16,51	17,34	18,20	19,11	20,07	
Steuern auf EBITA	0,58	-1,03	-2,68	-2,89	-3,12	-3,37	-3,63	-3,90	
Investitionen gesamt	-5,62	-6,00	-6,35	-8,00	-8,10	-8,20	-8,19	-8,18	
Investitionen in OAV	-7,08	-6,50	-6,82	-6,72	-6,76	-6,79	-6,71	-6,63	
Investitionen in WC	1,46	0,50	0,46	-1,28	-1,34	-1,41	-1,48	-1,55	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-0,73	3,02	6,70	5,62	6,11	6,64	7,30	7,99	110,13
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	88,93	94,17							
Barwert expliziter FCFs	29,79	29,54							
Barwert des Continuing Value	59,14	64,63							
Nettoschulden (Net debt)	51,79	52,06							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	37,15	42,11							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	37,15	42,11							
Ausstehende Aktien in Mio.	4,400	4,400							
Fairer Wert der Aktie in EUR	8,44	9,57							

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,0%
Markttrisikoprämie	5,5%
Beta	1,52
Eigenkapitalkosten	11,3%
Zielgewichtung	60,0%
Fremdkapitalkosten	8,0%
Zielgewichtung	40,0%
Taxshield	22,5%
WACC	9,3%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC									
	7,3%	7,8%	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%	11,3%	
3,4%	-1,90	-2,26	-2,56	-2,81	-3,02	-3,21	-3,37	-3,51	-3,63	
5,4%	2,60	1,72	0,99	0,37	-0,16	-0,61	-1,00	-1,35	-1,65	
7,4%	7,09	5,69	4,53	3,55	2,71	1,99	1,36	0,81	0,33	
9,4%	11,59	9,67	8,07	6,73	5,58	4,59	3,73	2,97	2,31	
11,4%	16,08	13,64	11,62	9,90	8,44	7,18	6,09	5,13	4,29	
13,4%	20,58	17,62	15,16	13,08	11,31	9,78	8,46	7,30	6,27	
15,4%	25,07	21,60	18,70	16,26	14,18	12,38	10,82	9,46	8,25	
17,4%	29,57	25,57	22,24	19,44	17,04	14,98	13,19	11,62	10,23	
19,4%	34,06	29,55	25,79	22,61	19,91	17,58	15,55	13,78	12,22	

Fazit

Greiffenberger kann auf ein insgesamt erfolgreiches Geschäftsjahr 2008 zurückblicken. Bei einem leichten Umsatzanstieg auf Konzernebene konnte ein deutlich positives EBITDA in Höhe von 16,97 Mio. € erzielt werden. Dabei konnten alle drei Tochtergesellschaften im Jahr 2008 mit positiven operativen Ergebnissen zum Konzern Erfolg beitragen, wobei BKP mit einer dynamischen Entwicklung glänzte. Erste Abschwächungstendenzen beim Auftragseingang und beim Umsatz infolge des konjunkturellen Abschwungs haben sich im vierten Quartal 2008 bemerkbar gemacht.

Die bilanziellen Relationen und finanziellen Verhältnisse der Gesellschaft haben sich im abgelaufenen Geschäftsjahr weiter verbessert. Die Eigenkapitalquote konnte von 24,0 % Ende 2007 auf 28,4 % Ende 2008 erhöht werden. Das Ziel einer Eigenkapitalquote von 33,0 % wird aufgrund der konjunkturellen Krise nach unserer Einschätzung nun aller Voraussicht nach etwas später im Jahr 2011 erreicht. Eine weitere Reduzierung der Nettoverschuldung von derzeit 41,6 Mio. € wurde bedingt durch höhere Investitionen bei allen Tochtergesellschaften sowie durch einen Anstieg des Working Capitals aufgrund einer schwächeren Nachfrage im Dezember 2008 vorerst nicht erreicht.

Aufgrund der gegenwärtigen makroökonomischen Lage ist davon auszugehen, dass der Konzernumsatz in 2009 einen deutlichen Einbruch erleiden wird. Vor allem im ersten Halbjahr 2009 sehen sich die Kunden von ABM und Eberle mit hohen Lagerbeständen konfrontiert, die erst noch sukzessive abgebaut werden müssen („Destocking-Cycle“). Auf der anderen Seite kommen bei ABM neue Projekte in den Bereichen Windkraft und Ladebühnen in der zweiten Jahreshälfte 2009 zum Tragen, die sich positiv auf die Umsatzentwicklung auswirken werden. Bei der BKP ist von einer Fortsetzung des Wachstumskurses auszugehen.

Wir haben unser Kursziel auf Basis 2009 für die Aktie der Greiffenberger AG infolge der niedrigeren Umsatz- und Ergebnisschätzungen in 2009 und den Folgeperioden auf 8,44 € (bisher: 15,59 €) angepasst. Trotz der deutlichen Reduzierung des Kursziels sehen wir eine große Diskrepanz zwischen dem aktuellen Marktwert und dem inneren Wert des Unternehmens. Auch unter Substanzgesichtspunkten mit einem Buchwert je Aktie von 7,16 € erachten wir die Bewertung als attraktiv. Wir bekräftigen daher unsere Kaufempfehlung 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 Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
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, 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