

19.8.2009 Greiffenberger AG^{(5)*, (7)*}

Kaufen

Fairer Wert: 8,47 €

Kurs: 4,68 €
17.8.2009, 9.11 Uhr, Frankfurt

Letztes Rating (Kursziel):
Kaufen (8,44 €)

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: 965 (30.6.2009)
Firmensitz: Marktredwitz
Gründung: 1986
Vorstand: Stefan Greiffenberger

WKN: 589730

ISIN: DE0005897300

Börsenkürzel: GRF

Anzahl Aktien: 4,40 Mio.

Marktkap.: 20,59 Mio. €

Streubesitz: 27,30 %

52 W Hoch: 8,88 €

52 W Tief: 3,63 €

Durchs. Tagesvolumen: 21.011 €

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	108,00	122,00
EBITDA	19,98	20,54	16,97	3,64	9,69
EBIT	13,90	14,51	10,59	-2,66	3,19
Jahresüberschuss	-5,50	4,77	5,19	-4,23	0,03
in EUR					
EPS	-1,25	0,94	1,18	-0,96	0,01
Dividende	-	-	-	-	-
in %					
EBITDA-Marge	14,4	14,0	11,4	3,4	7,9
EBIT-Marge	10,0	9,9	7,1	-	2,6
Dividendenrendite	-	-	-	-	-
Kennzahlen					
EV/ Sales	0,55	0,47	0,46	0,63	0,56
EV / EBITDA	3,82	3,36	4,02	18,76	7,04
Kurs-Gewinn-Verhältnis	-3,75	4,31	3,96	-4,86	690,54
Kurs-Buchwert-Verhältnis			0,65		

Highlights:

- Deutlicher Umsatzrückgang infolge der konjunkturellen Abschwächung bei den Tochtergesellschaften ABM und Eberle im 1. HJ 2009
- BKP mit weiterhin dynamischem Umsatzwachstum im 1. HJ 2009
- Kostenanpassungsmaßnahmen führen zu einer deutlich gesunkenen Fixkostenbasis
- Genehmigung des KfW-Kredits im 2. HJ 2009 erwartet
- Ausbau Produktionskapazitäten für Antriebe im Bereich Windkraft in 2009

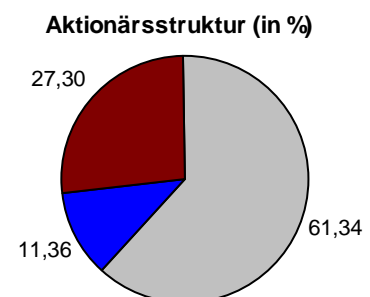
Unternehmen

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
Zwischenmitteilung zum III. Quartal 2009	6. November 2009
VIII. Münchner Kapitalmarkt Konferenz	9. Dezember 2009

Geschäftsentwicklung - 1. Halbjahr 2009

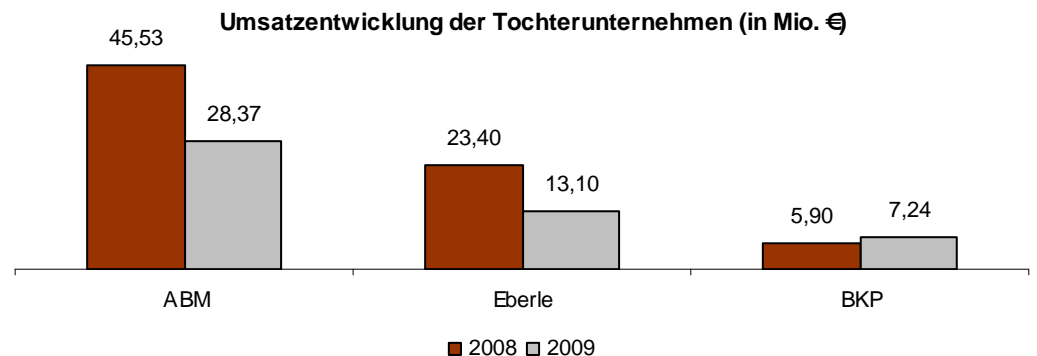
in Mio. €	1. HJ 2008	1. HJ 2009	08 vs. 09
Umsatz	74,70	48,71	-34,8 %
EBITDA	9,79	-1,01	n. a.
EBIT	6,62	-4,22	n. a.
Jahresüberschuss	3,47	-3,55	n. a.
EPS in €	0,79	-0,81	n. a.

Quelle: Greiffenberger, GBC

Umsatzentwicklung

Die Greiffenberger AG musste im ersten Halbjahr 2009 infolge der konjunkturellen Abschwächung und den damit einhergehenden Einbrüchen in relevanten Absatzmärkten einen deutlichen Umsatzrückgang verzeichnen. Auf der Konzernebene gingen die Umsatzerlöse um 34,8 % von 74,70 Mio. € im ersten Halbjahr 2008 auf 48,71 Mio. € im ersten Halbjahr 2009 zurück. Nach einem schwachen ersten Quartal 2009 mit einem Umsatzvolumen in Höhe von 22,5 Mio. € waren die Umsätze im zweiten Quartal 2009 mit 26,2 Mio. € wieder ansteigend. Wir gehen davon aus, dass die Umsatzbasis in den ersten drei Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2009 die Talsohle markierte. Der Anteil der Auslandsumsätze war leicht rückläufig und lag bei 51 % (VJ: 55 %). Die Auftragseingänge beliefen sich im ersten Halbjahr 2009 auf 47,2 Mio. € und lagen damit unter dem Vorjahresniveau (VJ: 75,6 Mio. €).

Das nachfolgende Schaubild zeigt die Umsatzentwicklung der drei Tochterunternehmen ABM, Eberle und BKP für das erste Halbjahr 2009.



Quelle: Greiffenberger, GBC

Die größte Tochtergesellschaft ABM erzielte nach den ersten sechs Monaten 2009 Umsatzerlöse in Höhe von 28,37 Mio. € gegenüber 45,53 Mio. € im Vorjahreszeitraum. Die Kunden der ABM, ein Großteil davon ist dem Maschinen- und Anlagenbausektor zuzurechnen, zeigten sich sehr zurückhaltend bei der Auftragsvergabe, was auch auf die hohen Lagerbestände infolge des unerwarteten und heftigen Produktionseinbruchs zurückzuführen ist. Ein Zuwachs beim Umsatz konnte dagegen mit Kunden aus den Branchen Windkraft realisiert werden, während die Entwicklung im Bereich Biomasseheizungen stabil verlief.

Deutliche Umsatzeinbußen musste auch die in Augsburg ansässige Tochter-

gesellschaft Eberle hinnehmen. Hier gingen die Umsatzerlöse im Berichtszeitraum 2009 um rund 44 % auf 13,10 Mio. € (VJ: 23,40 Mio. €) zurück. Innerhalb der Greiffenberger-Gruppe stellt dies den stärksten prozentualen Rückgang dar. Der Produktionsstart der neuen Hartmetallsägenfertigung erfolgte erst in der zweiten Jahreshälfte 2009, so dass hier noch keine Umsatzbeiträge enthalten waren.

Positiv hervorheben konnte sich dagegen die Tochtergesellschaft BKP mit Sitz in Berlin. Die BKP setzte die dynamische Entwicklung des vergangenen Geschäftsjahres unverändert fort und steigerte die Umsatzerlöse um 25,5 % von 5,77 Mio. € im ersten Halbjahr 2008 auf nun 7,24 Mio. € im ersten Halbjahr 2009. Sowohl das Geschäft mit dem Kernprodukt „Berolina-Liner“ als auch die Ummantelung von Rohren entwickelte sich dabei überaus erfreulich. So erhielt BKP beispielsweise den Zuschlag für die Umhüllung eines Rohrabchnitts der neuen Ostseepipelineanbindungsleitung.

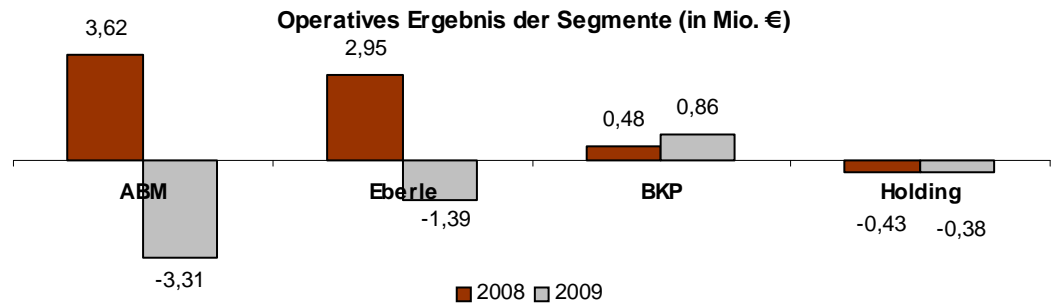
Ergebnisentwicklung

Die sonstigen betrieblichen Erträge lagen nach den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2009 mit 1,61 Mio. € leicht über dem vergleichbaren Vorjahreswert in Höhe von 1,24 Mio. €. Erhebliche Verbesserungen konnten auf Konzernebene bei der Materialaufwandsquote erreicht werden. Die Materialaufwandsquote ging hier von 45,62 % im ersten Halbjahr 2008 auf 43,51 % im ersten Halbjahr 2009 erheblich zurück. Hier hatten insbesondere die Preisrückgänge bei den in der Produktion zum Einsatz kommenden wichtigen Rohstoffen, wie z. B. Aluminium, Kunstharz, Kupfer und Legierungszuschläge bei Stahl einen positiven Effekt.

Auf der Personalseite wirkten sich die eingeleiteten Kosteneinsparungsmaßnahmen positiv aus und führten zu einem deutlichen Rückgang bei dem Personalaufwand. Der Personalaufwand konnte im ersten Halbjahr 2009 im Vergleich zum Vorjahr um knapp 5,7 Mio. € und damit um rund 22,4 % auf 19,65 Mio. € (VJ: 25,31 Mio. €) gesenkt werden. Zwar reduzierte sich die Mitarbeiteranzahl im Konzern nur geringfügig auf 965 (31.12.2008: 981), jedoch sorgte die Freisetzung von Zeitarbeitern sowie die Einführung von Kurzarbeit bei den Tochtergesellschaften ABM und Eberle zu einer Kostenentlastung. Auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen konnten im ersten Halbjahr 2009 dank eines straffen Kostenmanagements um rund 1 Mio. € auf 6,53 Mio. € (VJ: 7,53 Mio. €) reduziert werden.

Der starke Umsatzrückgang hatte allerdings zur Folge, dass trotz der verbesserten Rohertragsmarge sowie der gesunkenen Fixkostenbasis ein negatives Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) erzielt wurde. Die eingeleiteten Kostenanpassungen konnten den Umsatzrückgang folglich nicht kompensieren, so dass sich das EBITDA nach den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2009 auf -1,01 Mio. € belief, gegenüber 9,79 Mio. € im Vorjahr. Die Abschreibungen erhöhten sich im ersten Halbjahr 2009 infolge des gestiegenen Investitionsvolumens geringfügig auf 3,21 Mio. € (VJ: 3,16 Mio. €). Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) verzeichnete ebenfalls einen deutlichen Rückgang und lag zum Halbjahr 2009 bei -4,22 Mio. € (VJ: 6,63 Mio. €).

Die nachstehende Graphik veranschaulicht die Entwicklung des operativen Ergebnisses aufgeteilt nach den drei Geschäftsbereichen sowie den Holding-Kosten für die erste Jahreshälfte 2009.



Quelle: Greiffenberger, GBC

Während das operative Ergebnis bei den Tochtergesellschaften ABM und Eberle im ersten Halbjahr 2009 deutlich rückläufig war, konnte die BKP das Segmentergebnis verbessern und auf Holding-Ebene konnten die Kosten leicht reduziert werden.

Das Finanzergebnis konnte gegenüber dem Vorjahr verbessert werden und lag nach den ersten sechs Monaten 2009 bei -1,50 Mio. € nach -1,72 Mio. € im Vorjahr. Neben dem Ergebnisanteil des Mitgeschafters bei der BKP von rund 0,2 Mio. € war im Finanzergebnis auch ein positiver Ertrag aus der Neubewertung eines Finanzderivates von rund 0,2 Mio. € enthalten.

Unter Berücksichtigung der Aktivierung von latenten Steuern belief sich der Periodenfehlbetrag auf -3,55 Mio. € (VJ: 3,47 Mio. €). Dies entspricht einem Gewinn je Aktie (EPS) von -0,81 € gegenüber 0,79 € im Vorjahr.

Bilanz und finanzielle Lage

Das bilanzielle Eigenkapital verringerte sich infolge des angefallenen operativen Verlusts in der ersten Jahreshälfte 2009 auf 27,95 Mio. €. Dies entspricht einer Eigenkapitalquote von 26,0 %. Das Sachanlagevermögen stieg zum Halbjahr 2009 infolge der getätigten Investitionen in Höhe von 3,38 Mio. € leicht auf 50,82 Mio. € an. Der Großteil der für das Gesamtjahr 2009 geplanten Investitionen von erwarteten 9 bis 11 Mio. € bei den Tochterunternehmen ABM und Eberle wird somit in der zweiten Jahreshälfte anfallen. Wir schätzen das Investitionsvolumen bei ABM auf rund 7 Mio. € in 2009, wovon mehr als die Hälfte in neue Produktionskapazitäten für Antriebe von Windkraftanlagen fließen wird. Die Investitionen bei ABM in Marktrechwitz werden dabei durch öffentliche Fördermittel unterstützt, was auch den Anstieg der Bilanzposition „Zuwendungen der öffentlichen Hand“ um rund 1,2 Mio. € auf 2,61 Mio. € zum Stichtag 30.6.2009 erklärt.

Die Nettoverschuldung erhöhte sich zum 30.6.2009 geringfügig um rund 0,6 Mio. € auf 42,21 Mio. €. Der geringe Anstieg der Nettoverschuldung ist einer deutlichen Verbesserung der Working Capital Relationen geschuldet. So konnten im ersten Halbjahr 2009 allein die Vorräte um über 5 Mio. € auf 36,50 Mio. € abgebaut werden. Wir gehen davon aus, dass sich der Trend bei der Freisetzung des Working Capitals auch im zweiten Halbjahr 2009 fortsetzt und sich somit auch positiv auf den operativen Cash Flow auswirken wird.

Hinsichtlich der Finanzierungsstruktur gehen wir davon aus, dass der Antrag der Greiffenberger AG auf das Sonderprogramm der KfW im Verlauf des zweiten Halbjahres 2009 bewilligt wird und somit zu einer Erweiterung des Kreditrahmens führt.

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. 3,25 %.

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 1,47 ermittelt. Hierbei unterstellen wir eine leicht überdurchschnittliche Konjunktursensitivität der Gesellschaft.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,26 % (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 9,24 %.

Kapitalkosten	in %
Eigenkapitalkosten	11,3
Gewicht in %	60,0
Fremdkapitalkosten	8,0
Gewicht in %	40,0
Taxshield in %	22,5
WACC	9,2

Greiffenberger AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	11,6%	ewige EBITA - Marge	7,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	12,3%	effektive Steuerquote im Endwert	29,0%
Working Capital zu Umsatz	18,4%		

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)	108,00	122,00	128,10	134,51	141,23	148,29	155,71	163,49	
US Veränderung	-27,6%	13,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,00	2,30	2,46	2,57	2,70	2,82	2,96	3,10	
EBITDA	3,64	9,69	14,86	15,60	16,38	17,20	18,06	18,97	
EBITDA-Marge	3,4%	7,9%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	
EBITA	-2,66	3,19	8,36	9,23	9,97	10,78	11,63	12,52	
EBITA-Marge	-2,5%	2,6%	6,5%	6,9%	7,1%	7,3%	7,5%	7,7%	7,7%
Steuern auf EBITA zu EBITA	0,77	-0,93	-2,42	-2,68	-2,89	-3,13	-3,37	-3,63	
EBI (NOPLAT)	-1,89	2,27	5,94	6,55	7,08	7,65	8,25	8,89	
Kapitalrendite	-2,4%	2,9%	7,8%	8,7%	9,2%	9,8%	10,3%	10,9%	11,0%
Working Capital (WC)	25,00	23,50	23,57	24,75	25,99	27,29	28,65	30,08	
WC zu Umsatz	23,1%	19,3%	18,4%	18,4%	18,4%	18,4%	18,4%	18,4%	
Investitionen in WC	2,96	1,50	-0,07	-1,18	-1,24	-1,30	-1,36	-1,43	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	54,00	53,00	52,00	52,30	52,40	52,50	52,60	52,70	
AFA auf OAV	-6,30	-6,50	-6,50	-6,38	-6,41	-6,42	-6,44	-6,45	
AFA zu OAV	11,7%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	
Investitionen in OAV	-9,08	-5,50	-5,50	-6,68	-6,51	-6,52	-6,54	-6,55	
Investiertes Kapital	79,00	76,50	75,57	77,05	78,39	79,79	81,25	82,78	
EBITDA	3,64	9,69	14,86	15,60	16,38	17,20	18,06	18,97	
Steuern auf EBITA	0,77	-0,93	-2,42	-2,68	-2,89	-3,13	-3,37	-3,63	
Investitionen gesamt	-6,12	-4,00	-5,57	-7,85	-7,75	-7,82	-7,90	-7,98	
Investitionen in OAV	-9,08	-5,50	-5,50	-6,68	-6,51	-6,52	-6,54	-6,55	
Investitionen in WC	2,96	1,50	-0,07	-1,18	-1,24	-1,30	-1,36	-1,43	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-1,71	4,77	6,87	5,07	5,74	6,25	6,79	7,35	102,42
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	85,20	88,30							
Barwert expliziter FCFs	30,02	28,03							
Barwert des Continuing Value	55,18	60,27							
Nettoschulden (Net debt)	52,67	51,05							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	32,53	37,25							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	32,53	37,25							
Ausstehende Aktien in Mio.	4,400	4,400							
Fairer Wert der Aktie in EUR	7,39	8,47							

Kapitalkostenermittlung :	
risikolose Rendite	3,3%
Markttrisikoprämie	5,5%
Beta	1,46
Eigenkapitalkosten	11,3%
Zielgewichtung	60,0%
Fremdkapitalkosten	8,0%
Zielgewichtung	40,0%
Taxshield	22,5%
WACC	9,2%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC									
	7,2%	7,7%	8,2%	8,7%	9,2%	9,7%	10,2%	10,7%	11,2%	
3,0%	-2,98	-3,23	-3,44	-3,62	-3,77	-3,90	-4,02	-4,12	-4,21	
5,0%	1,75	0,96	0,31	-0,24	-0,71	-1,12	-1,47	-1,78	-2,06	
7,0%	6,47	5,16	4,06	3,14	2,35	1,67	1,07	0,55	0,09	
9,0%	11,19	9,35	7,81	6,52	5,41	4,45	3,62	2,89	2,24	
11,0%	15,92	13,54	11,56	9,89	8,47	7,23	6,16	5,22	4,39	
13,0%	20,64	17,73	15,31	13,27	11,53	10,02	8,71	7,56	6,54	
15,0%	25,36	21,93	19,07	16,65	14,58	12,80	11,25	9,89	8,69	
17,0%	30,08	26,12	22,82	20,03	17,64	15,59	13,80	12,23	10,84	
19,0%	34,81	30,31	26,57	23,41	20,70	18,37	16,34	14,56	12,99	

Ausblick und Fazit

Das erste Halbjahr 2009 bei der Greiffenberger AG wurde maßgeblich durch den konjunkturellen Abschwung sowie den Lagerbestandsabbau bei wichtigen Kundengruppen geprägt. Diese Entwicklung spiegelt sich in den veröffentlichten Halbjahreszahlen 2009 deutlich wider. Lediglich die Tochtergesellschaft BKP konnte sich dem schwierigen makroökonomischen Umfeld entziehen und ein deutliches Umsatzwachstum vorweisen.

Für das Geschäftsjahr 2009 hat der Vorstand mit Veröffentlichung des Halbjahresberichts die Prognose konkretisiert und erwartet nunmehr einen Umsatz in der Spanne von 100 bis 110 Mio. € sowie ein EBITDA im Bereich zwischen 0 und 4 Mio. €. Wir erwarten gegenüber der ersten Jahreshälfte eine leichte Belebung der Ordereingänge sowie des operativen Geschäfts bei den Tochtergesellschaften ABM und Eberle. Neben einem leicht anziehenden Geschäftsvolumen bei den Bestandskunden, nachdem der Lagerbestandsabbau hier weit vorangeschritten ist, sollte bei der ABM auch das Anlaufen der Serienproduktion von Antrieben für Windkraftenergieanlagen sich positiv auf der Umsatzseite auswirken. Die Tochtergesellschaft Eberle konnte im Juli einige Aufträge für Metallbandsägeblätter aus dem Ausland gewinnen, so dass die Kurzarbeit teilweise wieder zurückgenommen wurde. Bei der BKP sind wir zuversichtlich, dass das Wachstum auch über das Gesamtjahr fortgeschrieben werden kann. Die Umsatzerlöse auf Konzernebene sehen wir für 2009 bei 108,00 Mio. € (bisher: 115,50 Mio. €) und damit am oberen Ende der vom Unternehmen kommunizierten Prognose.

Der Fixkostenblock konnte in der ersten Hälfte des laufenden Geschäftsjahres durch die eingeleiteten Maßnahmen bereits deutlich abgesenkt werden. Auch bei der Materialaufwandsquote kam es aufgrund von Preisrückgängen bei wichtigen Rohstoffen zu einer merklichen Entlastung. Hinsichtlich des EBITDA sieht unsere Schätzung für das Jahr 2009 einen Wert in Höhe von 3,64 Mio. € (bisher: 4,32 Mio. €) vor.

Für das Gesamtjahr 2009 sind Investitionen von rund 9 bis 11 Mio. € veranschlagt, wobei ein Großteil bei dem Tochterunternehmen ABM in der zweiten Jahreshälfte für neue Produktionsanlagen im Bereich Windkraft anfallen wird. Die getätigten Investitionen werden dann verstärkt im kommenden Geschäftsjahr 2010 umsatzwirksam werden. Die Nettoverschuldung verhielt sich mit 42,4 Mio. € annähernd konstant. Bei der Entwicklung des Working Capitals konnten im ersten Halbjahr 2009 Erfolge erzielt werden. So reduzierten sich die Vorräte bereits um rund 5 Mio. €, was sich positiv auf den operativen Cash Flow ausgewirkt hat. Wir gehen davon aus, dass sich die Freisetzung von Working Capital im weiteren Jahresverlauf fortsetzt. Durch die erwartete Genehmigung des KfW-Kredits im zweiten Halbjahr 2009 sollte es des Weiteren zu einer Erweiterung des Finanzierungsrahmens kommen.

Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir auf Basis 2010 ein Kursziel für die Aktie der Greiffenberger AG in Höhe von 8,47 € (bisher: 8,44 € für 2009) ermittelt. Trotz der leicht nach unten angepassten Schätzungen beim Umsatz und operativen Ergebnis ergibt sich das neue, höhere Kursziel aufgrund des Roll-Overs auf die neue Basis 2010. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis beläuft sich aktuell auf 0,73 und somit notiert die Aktie mit einem deutlichen Abschlag zum bilanziellen Eigenkapital. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau erachten wir die Aktie der Greiffenberger AG als attraktiv bewertet und empfehlen die Aktie zum Kauf.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

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 Schmidt, 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