



Researchstudie (Anno)



Talsole ist durchschritten

Veröffentlichungsdatum: 03.05.2010

Fairer Wert: 9,57 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 16

Greiffenberger AG *5,7

Kursziel: 9,57

aktueller Kurs: 5,37
26.4.2010/ FFM

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005897300

WKN: 589730

Börsenkürzel: GRF

Aktienanzahl³: 4,400

Marketcap³: 23,63
EnterpriseValue³: 72,45
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 27,3 %

Transparenzlevel:
General Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite 16

Unternehmensprofil

Branche: Industrie

Fokus: Antriebstechnik, Sägeblätter/ Bandstahl,
Kanalsanierung

Mitarbeiter: 957 Stand: 31.12.2009

Gründung: 1986

Firmensitz: Marktredwitz

Vorstand: Stefan Greiffenberger



Quelle: BIS

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 größte Tochtergesellschaft ABM Greiffenberger Antriebstechnik GmbH mit Sitz in Marktredwitz vertreten. Zudem hat ABM ausländische Tochtergesellschaften in China, Frankreich, den Niederlanden, Österreich, sowie in den USA. Der Unternehmensbereich Metallbandsägeblätter & Präzisionsbandstahl wird durch die J. N. Eberle & Cie. GmbH mit Sitz in Augsburg gebildet. Darüber hinaus hat Eberle Tochtergesellschaften in Frankreich, Italien sowie in den USA. Die BKP Berolina Polyester GmbH & Co. KG mit Sitz in Berlin ist im Bereich der Kanalsanierungstechnologie tätig. Börsennotiert ist die Greiffenberger AG seit dem Jahr 1986.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010e	31.12.2011e
Umsatz	149,10	107,22	127,00	138,00
EBITDA	16,97	0,74	10,24	13,55
EBIT	10,59	-5,96	3,74	6,92
Jahresüberschuss	5,19	-7,50	0,17	2,68

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	1,18	-1,70	0,04	0,61
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,52	0,68	0,57	0,53
EV/EBITDA	4,53	97,65	7,08	5,35
EV/EBIT	7,26	-12,17	19,37	10,47
KGV	4,55	neg.	138,99	8,83
KBV		1,01		

Finanztermine:

Datum: Ereignis
22.06.2010: Hauptversammlung
25.08.2010: Veröffentlichung HJ-Bericht
08.11.2010: Veröffentlichung 9M-Bericht
09.12.2010: X. MKK

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating
9.9.2009: RG / KAUFEN
19.8.2009: RS / 8,47 / KAUFEN
7.5.2009: RS / 8,44 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Inhaltsangabe

Unternehmen

Profil.....	1
Aktionärsstruktur.....	1

Markt und Marktumfeld

2

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick	3
Geschäftsentwicklung 2009.....	4
Umsatzentwicklung.....	4
Kosten- und Ergebnisentwicklung.....	6
Bilanzielle Situation 2009.....	8
SWOT-Analyse.....	10
Prognose und Modellannahmen 2009.....	
Umsatzprognosen.....	11
Ergebnisprognosen.....	12

Bewertung/ Fazit

DCF-Bewertung.....	13
Discounted Cashflow-Modell.....	14
Fazit	15

Anhang

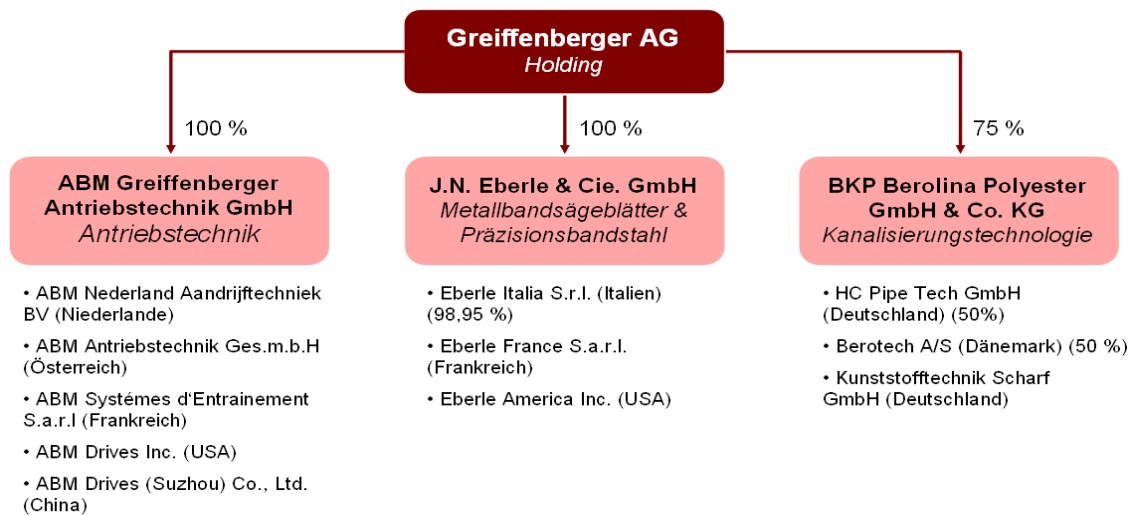
Disclaimer und Haftungsausschluss	14
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	16

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 größte Tochtergesellschaft **ABM Greiffenberger Antriebstechnik GmbH** mit Sitz in Marktredwitz vertreten. Zudem hat ABM ausländische Tochtergesellschaften in China, Frankreich, den Niederlanden, Österreich, sowie in den USA. Der Unternehmensbereich Metallbandsägeblätter & Präzisionsbandstahl wird durch die **J. N. Eberle & Cie. GmbH** mit Sitz in Augsburg gebildet. Darüber hinaus hat Eberle Tochtergesellschaften in Frankreich, Italien sowie in den USA. Die **BKP Berolina Polyester GmbH & Co. KG** mit Sitz in Berlin ist im Bereich der Kanalsanierungstechnologie tätig. Börsennotiert ist die Greiffenberger AG seit dem Jahr 1986.

Das nachstehende Schaubild zeigt die Unternehmensstruktur der Greiffenberger AG:



Quelle: Greiffenberger, GBC

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	31.12.2008	31.12.2009
Greiffenberger Holding GmbH	61,34 %	61,34 %
Dr. Karl Gerhard Schmidt	11,36 %	11,36 %
Streubesitz	27,30 %	27,30 %
Summe	100,0 %	100,0 %

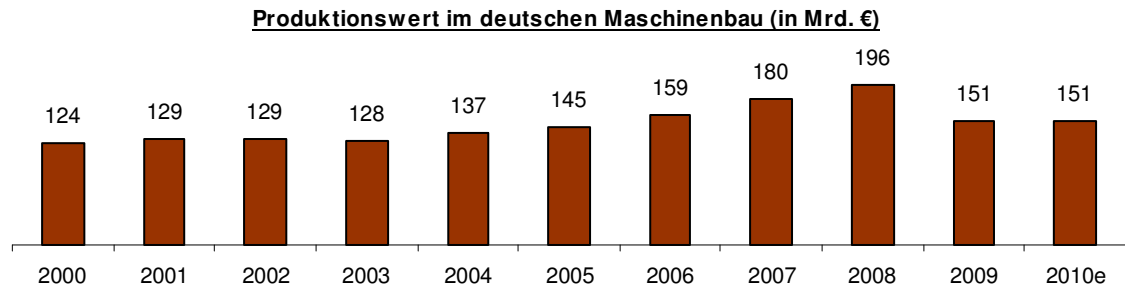


Quelle: Greiffenberger, GBC

Markt und Marktumfeld

Massiver konjunktureller Einbruch in 2009; Erholungstendenzen verfestigen sich

Der deutsche Maschinen- und Anlagenbau blickt laut dem Branchenverband Verband Deutscher Maschinen- und Anlagenbau (VDMA) auf das schlechteste Jahr seit Jahrzehnten zurück. Der Produktionsrückgang belief sich im abgelaufenen Jahr 2009 real auf knapp 25 % und das Produktionsvolumen lag bei 151 Mrd. €. Die Exporte gingen dabei im abgelaufenen Jahr 2009 um ca. 24 % auf 110 Mrd. € zurück, während im Vorjahr noch ein Rekordwert von 146 Mrd. € erzielt werden konnte. Die nachfolgende Graphik zeigt die Entwicklung der Produktion ab 2000.



Quelle: VDMA, GBC

Für das laufende Jahr 2010 geht der VDMA laut seiner Prognose vom Februar 2010 von einem konstanten Produktionsvolumen in Höhe des Jahres 2009 aus. Zuversichtlich stimmen die wieder anziehenden Auftragseingänge. Im Februar 2010 lagen die Ordereingänge im deutschen Maschinen- und Anlagenbau bereits um 26 % über dem Vorjahresniveau. Im Dreimonatsvergleich Dezember 2009 bis Februar 2010 ergibt sich bei den Ordereingängen ein Plus von 10 % im Vergleich zum Vorjahr. Nach unserer Einschätzung sollten sich die Erholungstendenzen als nachhaltiger und dynamischer erweisen, als derzeit noch vom VDMA erwartet wird, so dass wir von einem Produktionsanstieg für die Gesamtbranche in 2010 ausgehen.

Die Branche **Antriebstechnik** erlebte gemäß VDMA im abgelaufenen Jahr 2009 einen nie dagewesenen Einbruch. Insbesondere die Zulieferbranchen waren von zuvor viel zu hoch aufgebauten Lagerbeständen betroffen. Laut VDMA ging die Produktion in der Antriebstechnik in 2009 massiv um -26 % zurück. Der Umsatz lag im Jahr 2009 für die Branchen Antriebs- und Fluidtechnik bei rund 18 Mrd. €. Die aktuelle Auftragseingangssituation in der Antriebstechnik und Fluidtechnik gibt allerdings Grund zur Hoffnung, dass die Talsohle durchschritten ist. Für 2010 prognostiziert der Branchenverband VDMA ein Plus von 10 Prozent für die Antriebstechnik. Dennoch erwartet die Branche erst in den Jahren 2013/2014 eine Rückkehr zu den alten Spitzenniveaus.

Als guten Indikator für die Entwicklung der Weltkonjunktur und auch als geeigneten Vergleichsmaßstab für die Entwicklung von Eberle erachten wir den monatlichen weltweiten Stahlverbrauch, der durch die World Steel Association (WSA) berechnet wird. Nachdem die weltweite Stahlproduktion im November 2008 infolge der Lehmann-Pleite und den Turbulenzen an den Finanzmärkten massiv einbrach, wurde der Tiefpunkt im Februar 2009 erreicht. Seitdem hat sich die Produktion, auch dank der niedrigen Zinsen und Konjunkturpakete, schrittweise erholt. In den Monaten Januar bis März 2010 lag die Produktion mit knapp 30 % deutlich über den Vorjahreswerten, was die Nachhaltigkeit der Erholung in unseren Augen bestätigt. Allein im März lag das Produktionsvolumen um rund 12 % über dem Wert vom Februar 2010.

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2008	in %	GJ 2009	in %	GJ 2010e	in %	GJ 2011e	in %
Umsatzerlöse	149,104	100,00%	107,219	100,00%	127,000	100,00%	138,000	100,00%
sonstige Erträge	3,149	2,11%	3,980	3,71%	3,500	2,76%	3,000	2,17%
Bestandsveränderung	2,375	1,59%	-4,903	-4,57%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
andere aktivierte Eigenleistung	0,576	0,39%	0,506	0,47%	0,500	0,39%	0,700	0,51%
Gesamtleistung	155,204	104,09%	106,801	99,61%	131,000	103,15%	141,700	102,68%
Materialaufwand	-71,289	-47,81%	-49,808	-46,45%	-60,260	-47,45%	-65,182	-47,23%
Personalaufwand	-50,018	-33,55%	-41,135	-38,37%	-45,000	-35,43%	-46,500	-33,70%
Abschreibungen	-6,377	-4,28%	-6,698	-6,25%	-6,500	-5,12%	-6,600	-4,78%
Andere Aufwendungen	-16,926	-11,35%	-15,115	-14,10%	-15,500	-12,20%	-16,500	-11,96%
Ergebnis der betrieblichen Geschäftstätigkeit	10,594	7,11%	-5,955	-5,55%	3,740	2,94%	6,918	5,01%
Finanzergebnis	-3,483	-2,34%	-5,298	-4,94%	-3,500	-2,76%	-3,150	-2,28%
Ergebnis vor Gewinnsteuern	7,111	4,77%	-11,253	-10,50%	0,240	0,19%	3,768	2,73%
Steueraufwand	-1,917	-1,29%	3,753	3,50%	-0,070	-0,05%	-1,093	-0,79%
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	5,194	3,48%	-7,500	-6,99%	0,170	0,13%	2,675	1,94%
Minderheitsanteile	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Ergebnisanteile der Aktionäre der Greiffenberger AG	5,194	3,48%	-7,500	-6,99%	0,170	0,13%	2,675	1,94%

Ausgewählte GuV-Zahlen	GJ 2008	GJ 2009	GJ 2010e	GJ 2011e
EBITDA	16,971	0,742	10,240	13,518
in %	11,38 %	neg.	8,06 %	9,80 %
EBIT	10,594	-5,955	3,740	6,918
in %	7,11 %	neg.	2,94 %	5,01 %
Ergebnis je Aktie in €	1,18	neg.	0,04	0,61
Dividende je Aktie in €	0,00	0,00	0,00	0,00

Ausgewählte Bilanzkennzahlen (in Mio. €) IFRS*	Bilanzstichtag: 31.12.2009
Operatives Anlagevermögen	52,322
Net Working Capital	19,945
Nettoverschuldung	48,825
Zinsbare Verbindlichkeiten	64,462
Finanzvermögen	15,637
Eigenkapitalquote in %	20,6 %
Gezeichnetes Kapital	11,264
Aktienanzahl im Umlauf	4,400
Bilanzsumme	113,836

* gemäß Berechnungen GBC

Geschäftsentwicklung 2009

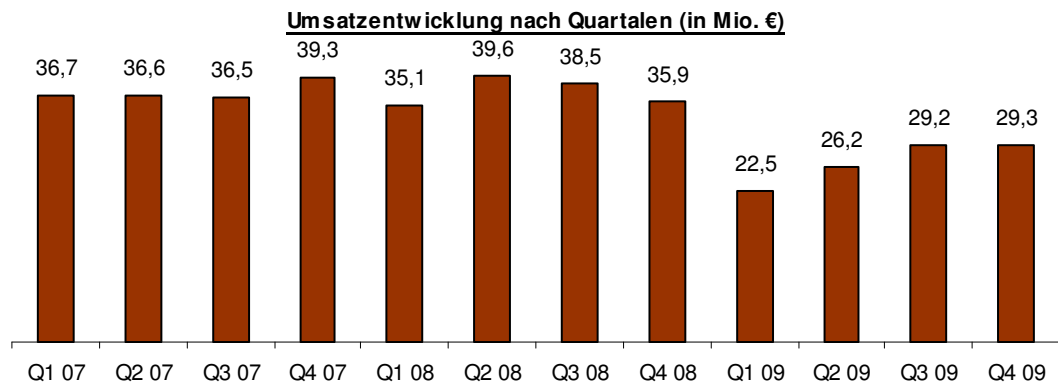
In Mio. €	2008	2009 erwartet	2009 erreicht	Delta 2008/2009
Umsatzerlöse	149,10	108,0	107,22	-28,1 %
EBITDA	16,97	3,64	0,74	-95,6 %
EBITDA-Marge	11,4 %	3,4 %	0,7 %	
EBITDA*	16,97	3,64	2,64	
EBITDA-Marge*	11,4 %	3,4 %	2,5 %	
EBIT	10,59	-2,66	-5,96	k. A.
EBIT-Marge	7,1 %	neg.	neg.	
Konzernergebnis	5,19	-4,23	-7,50	k. A.

*um einmalige Sonderaufwendungen bereinigt

Quelle: Greiffenberger, GBC

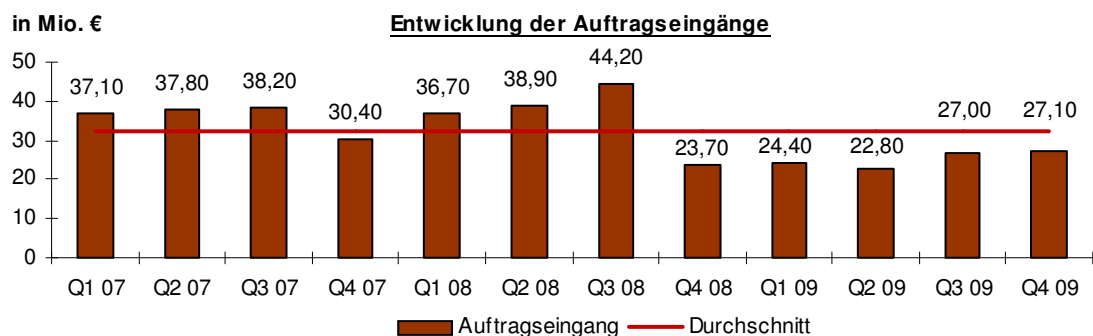
Umsatzerlöse - Umsatzeinbruch bei den Tochterunternehmen ABM und Eberle

Den gesamtwirtschaftlichen Verwerfungen infolge der Finanzkrise im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009 konnte sich die Greiffenberger AG nicht entziehen und musste bei den Tochtergesellschaften ABM und Eberle deutliche Umsatzeinbußen hinnehmen. Der Konzernumsatz entwickelte sich mit -28,1 % auf 107,22 Mio. € (VJ: 149,10 Mio. €) deutlich rückläufig. Wir hatten bislang einen Umsatz von 108,00 Mio. € erwartet. Die Talsohle wurde dabei im ersten Quartal 2009 erreicht. In den darauffolgenden Quartalen war eine schrittweise Erholung der Umsätze zu beobachten, wie der nachfolgenden Graphik zu entnehmen ist.



Quelle: Greiffenberger, GBC

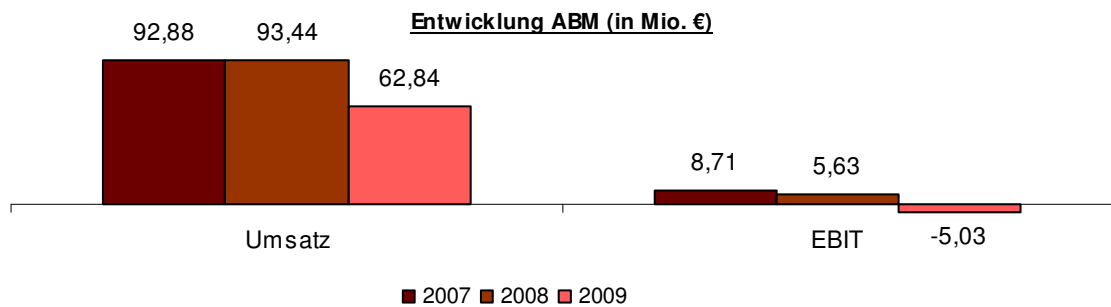
Ein ähnliches Bild zeigt sich bei den Auftragseingängen. Nachdem es bereits im vierten Quartal 2008 zu einem Einbruch kam, wurde hier der Tiefpunkt im zweiten Quartal 2009 erreicht. In den anschließenden beiden Quartalen kam es zu einer graduellen Verbesserung bei den Ordereingängen.



Quelle: Greiffenberger, GBC

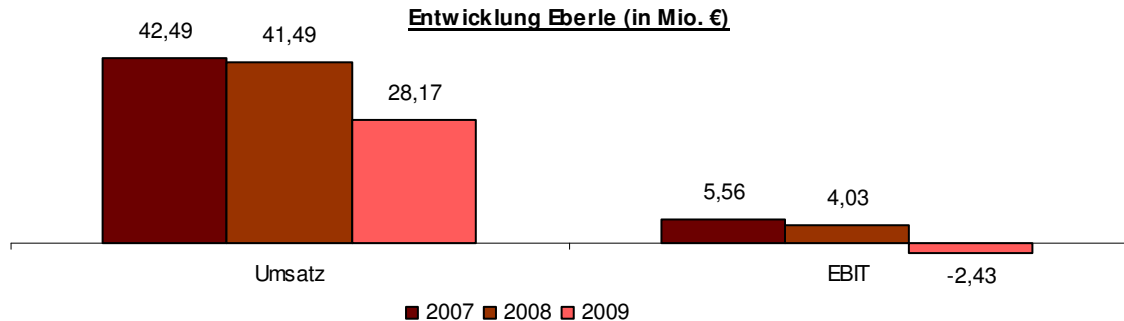
Im Gesamtjahr 2009 beliefen sich die Auftragseingänge auf 101,3 Mio. € gegenüber 143,5 Mio. € im Vorjahr. Das Book-to-Bill Verhältnis lag folglich bei 0,94 in 2009 und somit leicht unter 1.

Bei der größten Tochter **ABM** reduzierte sich der Umsatz in 2009 deutlich um 32,8 % auf 62,84 Mio. €. Diese Entwicklung ist in erster Linie auf eine deutliche Zurückhaltung der Kunden bei der Auftragsvergabe zurückzuführen. Ein hoher Anteil der ABM-Kunden ist der Maschinenbau- und Anlagenbaubranche zuzuordnen, die stark von der konjunkturellen Abschwächung betroffen waren. Vor allem der Lagerabbauprozess führte zu einer schwachen Umsatzentwicklung. Eine nach oben gerichtete Tendenz war im zweiten Halbjahr 2009 zu verspüren. Hier lagen die Umsätze bei 34,5 Mio. € nach nur 28,4 Mio. € in der ersten Jahreshälfte. Die Exportquote ging auf 44,4 % (VJ: 45,5 %) zurück. Nachdem im August 2009 die Produktion von Azimut-Antrieben für Windkraftanlagen planmäßig anlief, schätzen wir das Umsatzvolumen hier bereits auf rund 1,5 Mio. €. Der Umsatz mit Pitch-Antrieben sollte bei rund 1,5 Mio. € liegen. Umsätze von ca. 1 Mio. € wurden zudem mit Elektromobilantrieben für Spezialfahrzeuge erzielt.



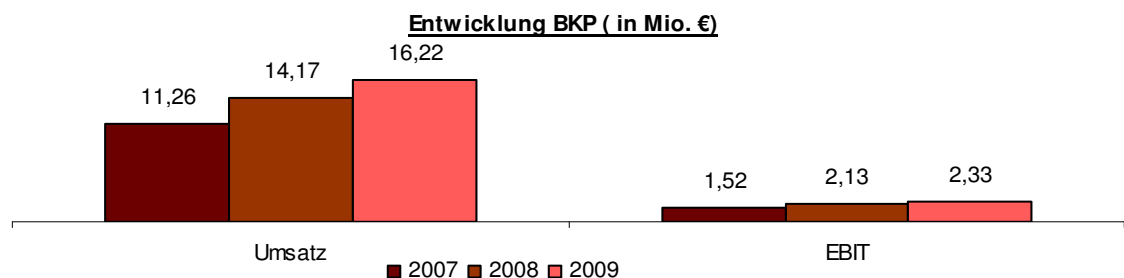
Quelle: Greiffenberger, GBC

Das in Augsburg ansässige Tochterunternehmen **Eberle** litt ebenfalls unter den schwierigen weltweiten Marktbedingungen in der metallverarbeitenden Branche und verzeichnete einen starken Umsatzrückgang in 2009 um 32,1 % auf 28,17 Mio. € (VJ: 41,49 Mio. €). Auch bei Eberle war in der zweiten Jahreshälfte eine leichte Belebung festzustellen. Hier lag der Umsatz knapp 14 % über dem Wert des ersten Halbjahrs 2009. Die Exportquote verharrte in 2009 mit 90,2 % (VJ: 88,1 %) auf einem sehr hohen Niveau.



Quelle: Greiffenberger, GBC

Den Wachstumskurs der vergangenen Jahre konnte dagegen das Tochterunternehmen **BKP** fortsetzen. Nach einem Wachstum von 25,8 % in 2008, konnte BKP im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009 erneut um 14,5 % auf 16,22 Mio. € wachsen. Der Umsatz mit dem Kernprodukt *Berolina-Liner* zur Abwasserkanalsanierung sollte nach unserer Schätzung in 2009 bei mehr als 10 Mio. € gelegen haben. International konnte eine Reihe von Projekten akquiriert und erfolgreich durchgeführt werden, mit der Folge, dass die Exportquote auf 29,1 % (VJ: 21,8 %) ausgebaut werden konnte.



Quelle: Greiffenberger, GBC

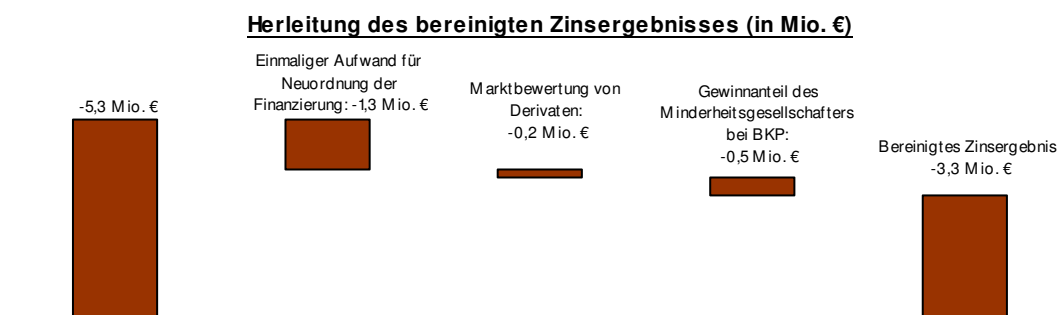
Ergebnisentwicklung - EBITDA leicht positiv; Sondereffekte belasten Finanzergebnis

Die sonstigen betrieblichen Erträge erhöhten sich in 2009 auf 3,98 Mio. € (VJ: 3,15 Mio. €). Dies ist im Wesentlichen auf gestiegene Zuwendungen der öffentlichen Hand sowie auf Buchgewinne aus dem Verkauf von Sachanlagevermögen zurückzuführen. Bei der Materialaufwandsquote machten sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009 die gesunkenen Preise für wichtige Rohstoffe bemerkbar. Gleichzeitig mussten die Konzernunternehmen den Kunden keine großen Preiszugeständnisse machen, so dass sich die Absatzpreise relativ konstant verhielten. Die Materialaufwandsquote reduzierte sich im Gesamtjahr 2009 auf 46,45 % (VJ: 47,81 %).

Die Personalaufwendungen reduzierten sich in 2009 dank der Einführung von Kurzarbeit bei ABM und Eberle, einer durchschnittlich geringeren Mitarbeiteranzahl im Konzernverbund (2009: 957 vs. 2008: 984) sowie weiterer ergriffenen Kostenmaßnahmen im Personalbereich deutlich um annähernd 9 Mio. € auf 41,14 Mio. € (VJ: 50,02 Mio. €). Dabei verzichtete die Greiffenberger AG auf betriebsbedingte Kündigungen in größerem Umfang. Ein Großteil der Arbeitsverträge mit Zeitarbeitern wurde bereits in 2008 nicht verlängert. Auch bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen kamen die Kosteneinsparungsmaßnahmen zum Tragen und zeigten bereits Wirkung. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen lagen in 2009 um rund 1,8 Mio. € unter dem vergleichbaren Vorjahreswert und beliefen sich auf 15,11 Mio. € (VJ: 16,93 Mio. €). Die Aufwendungen wären noch deutlich stärker zurückgegangen, wären nicht Garantieleistungen von 1,66 Mio. € (VJ: 0,08 Mio. €) angefallen. Diese waren nicht liquiditätswirksam und wurden aus Vorsichtsgründen bei der ABM als Rückstellung gebildet. Zudem waren einmalige Sonderaufwendungen von rund 0,3 Mio. € im Zusammenhang mit der Neuordnung der Finanzierung enthalten.

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) lag im Gesamtjahr 2009 bei 0,74 Mio. € (VJ: 16,97 Mio. €) und bewegte sich damit am unteren Ende der vom Unternehmen in Aussicht gestellten Spanne von 0 bis 4 Mio. €. Nach einem EBITDA von -1,01 Mio. € im ersten Halbjahr 2009 konnte in der zweiten Jahreshälfte mit 1,75 Mio. € wieder ein positives EBITDA erzielt werden. Bei Eliminierung der Einmalaufwendungen lag das EBITDA im Gesamtjahr 2009 am oberen Ende der prognostizierten Spanne. Die Abschreibungen stiegen in 2009 aufgrund des inzwischen abgeschlossenen Investitionsprogramms auf 6,70 Mio. € (VJ: 6,34 Mio. €) an.

Das Finanzergebnis wurde in 2009 durch eine Reihe von Faktoren negativ beeinflusst. Zur besseren Verständlichkeit dient die untenstehende Graphik.



Quelle: Greiffenberger, GBC

Die Neuordnung der Fremdkapitalseite führte im Finanzergebnis zu einem einmaligen Sonderaufwand von -1,3 Mio. €. Dies ist auch vor dem Hintergrund der vorzeitigen Ablösung des Schuldscheindarlehens in Höhe von 10 Mio. € zu sehen. Hier fiel eine Vorfälligkeitszahlung an. Des Weiteren belastete die Marktbewertung von Derivaten das Finanzergebnis mit -0,2 Mio. €. Dieser Effekt war allerdings nicht liquiditätswirksam. Des Weiteren wird der Gewinnanteil der BKP (Beteiligung: 75,0 %) aufgrund der Rechtsform im Finanzergebnis ausgewiesen.

Das negative Vorsteuerergebnis führte in 2009 zu einem positiven Steuereffekt von 3,75 Mio. €. Dies lässt sich auch in der Erhöhung der aktiven latenten Steuern auf 6,73 Mio. € zum 31.12.2009 (31.12.2008: 2,01 Mio. €) ablesen. Unter Berücksichtigung der positiven Steuerquote belief sich der Jahresfehlbetrag im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009 auf -7,50 Mio. € nach 5,19 Mio. € im Vorjahr. Eine Dividendenausschüttung für das abgelaufene Geschäftsjahr 2009 erfolgt nicht.

Bilanzielle und finanzielle Situation

In Mio. €	2008	2009
Eigenkapitalquote	28,4 %	20,6 %
Nettoverschuldung	41,58	37,43
Net Working Capital	33,09	19,95

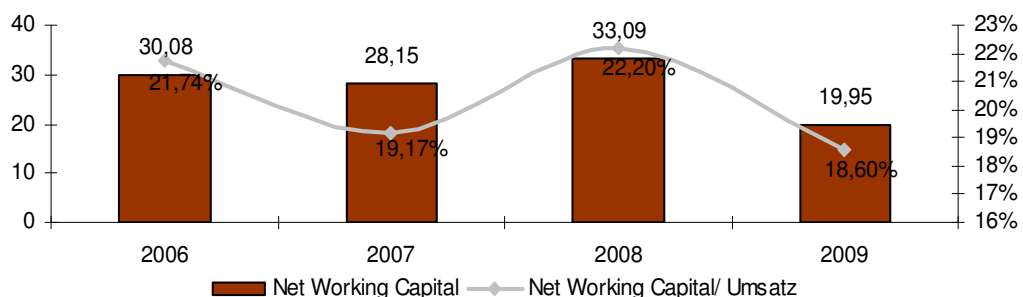
Quelle: Greiffenberger AG, GBC

Das schwierige Geschäftsjahr 2009 sowie der damit einhergehende hohe Jahresfehlbetrag führten bei der Greiffenberger AG zu einem Substanzverlust, der sich in der Konzernbilanz entsprechend niedergeschlagen hat. Das Eigenkapital reduzierte sich infolgedessen auf 23,44 Mio. € zum 31.12.2009 (VJ: 31,52 Mio. €). Analog reduzierte sich die Eigenkapitalquote auf 20,6 % (VJ: 28,4 %). Mittelfristiges Ziel der Gesellschaft bleibt hier unverändert ein Wert von 33 % auf Konzernebene. Der Buchwert je Aktie lag per Ende Dezember 2009 bei 5,3 €.

Die Aktivseite der Bilanz wird dominiert durch das Sachanlagevermögen. Per Ende Dezember 2009 belief sich diese Position auf 51,23 Mio. € und erhöhte sich damit geringfügig um knapp 0,6 Mio. € gegenüber dem vergleichbaren Vorjahreswert. Insgesamt lagen die Sachinvestitionen im Gesamtjahr 2009 bei rund 8,5 Mio. €, wobei mit rund 6,5 Mio. € ein Großteil der Investitionen bei der Tochtergesellschaft ABM anfiel. Der Investitionsfokus lag hierbei auf dem Aufbau neuer Produktionskapazitäten für Antriebe von Windkraftanlagen. Bei den Tochtergesellschaften Eberle und BKP lag das Investitionsvolumen mit 1,2 Mio. € (VJ: 3,2 Mio. €) respektive 0,8 Mio. € (VJ: 1,1 Mio. €) unter dem Vorjahresniveau. Die immateriellen Vermögensgegenstände machen mit 1,09 Mio. € weniger als 1 % der Bilanzsumme aus.

Eine signifikante Verbesserung erzielte die Greiffenberger AG bei der Entwicklung des Working Capitals. Gerade in Zeiten fallender Absatzzahlen kommt der Steuerung des Working Capitals eine entscheidende Bedeutung zu. Aufgrund struktureller Maßnahmen bei den einzelnen Töchtern konnten sowohl die Vorräte als auch die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen überproportional auf 33,57 Mio. € (31.12.2008: 41,96 Mio. €) bzw. 7,79 Mio. € (VJ: 10,32 Mio. €) abgesenkt werden. Die Erfolge zeigen sich auch beim Net Working Capital (NWC) sowie der Relation NWC/ Umsatz, wie der nachfolgenden Graphik zu entnehmen ist.

Working Capital Management

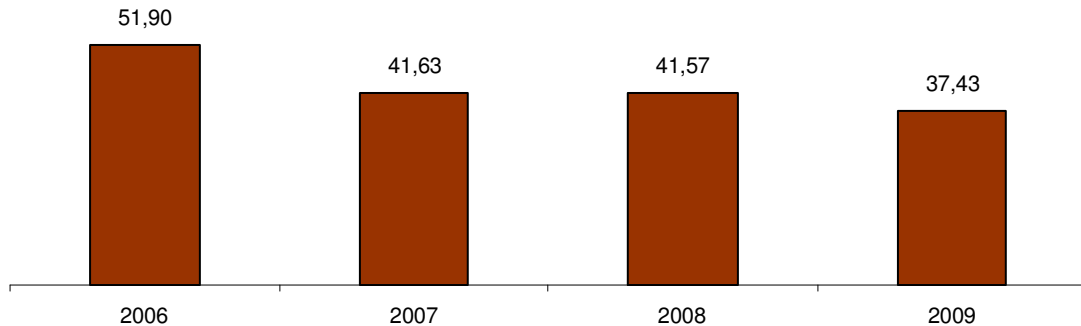


Quelle: Greiffenberger AG, GBC

Im Rahmen der Neuordnung der Finanzierung und Fremdkapitalseite wurden Bankdarlehen mit KfW-Mitteln unterlegt. Dabei wurden insgesamt Kredite in Höhe von 36 Mio. € neu strukturiert und der Kreditrahmen um 9 Mio. € erweitert. Des Weiteren wurde ein Schuldscheindarlehen von 10 Mio. € vorzeitig abgelöst. Zudem stiegen die sonstigen langfristigen Verbindlichkeiten hauptsächlich aufgrund erhöhter Leasingverbindlichkeiten auf 5,42 Mio. € (31.12.2008: 1,55 Mio. €) an.

Die hohe Freisetzung von Working Capital führte dazu, dass trotz der hohen Investitionen und des Jahresfehlbetrags ein weiterer Abbau der Nettoverschuldung erreicht werden konnte. Gegen Ende des Jahres 2009 betrug die Nettoverschuldung 37,4 Mio. €. Das nachstehende Schaubild veranschaulicht den positiven Trend der vergangenen Jahre.

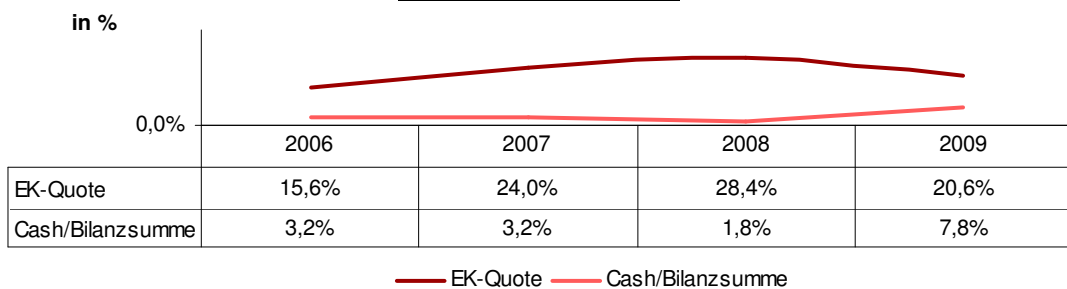
Entwicklung Nettoverschuldung (in Mio. €)



Quelle: Greiffenberger AG, GBC

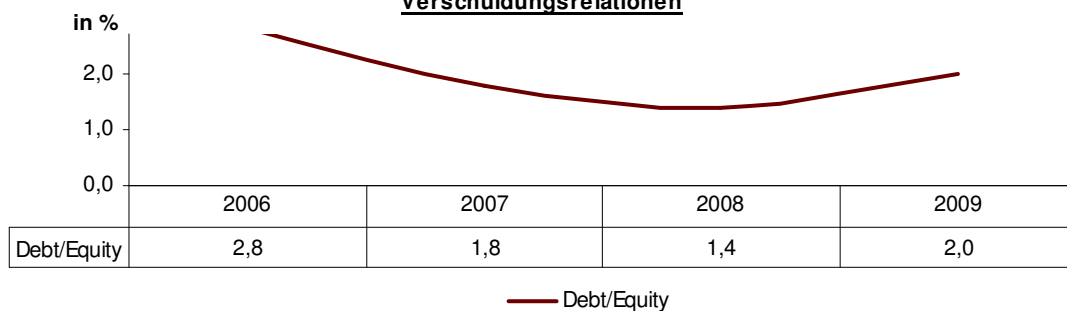
Einige wichtige Kennzahlen hinsichtlich der Verschuldungsrelationen für den Zeitraum 2006 bis 2009 sind abschließend in den nachstehenden Graphiken illustriert. Nachdem die Eigenkapitalquote der Greiffenberger AG infolge der positiven operativen Ergebnisse von 15,6 % in 2006 auf 28,4 % Ende 2008 deutlich anstieg, reduzierte sich die Eigenkapitalquote aufgrund des Jahresfehlbetrags nun auf 20,6 %.

Verschuldungsrelationen



Quelle: Greiffenberger AG, GBC

Verschuldungsrelationen



Quelle: Greiffenberger AG, GBC

SWOT - ANALYSE Greiffenberger AG

Stärken

- Tochterunternehmen besetzen technologisch führende Positionen in Marktnischen
- In der Vergangenheit erzielten alle drei Tochterunternehmen zweistellige operative Ergebnismargen
- Stille Reserven bei den Immobilien in Augsburg und Marktredwitz
- Konzernverschuldung konnte in den vergangenen Jahren dank der positiven freien Cash Flows deutlich gesenkt werden
- Langjährige und gefestigte Kundenbeziehungen
- Internationale Positionierung der drei Tochterunternehmen
- Langfristige Finanzierung zu attraktiven Konditionen gewährleistet

Schwächen

- Geringe Eigenkapitalquote
- Hohe Zinszahlungen aufgrund der Nettoverschuldung belasten den Jahresüberschuss
- Nur geringe Synergieeffekte zwischen den drei Tochterunternehmen

Chancen

- Weitere Reduzierung der Nettoverschuldung und steigende Eigenkapitalquote
- Ausbau der Bereiche Umwelttechnologie und Energieeffizienz
- Bestehende Produktionskapazitäten können ein deutlich höheres Umsatzniveau stemmen

Risiken

- Konjunkturelle Erholungstendenzen erweisen sich nicht als nachhaltig
- Anstieg der Preise für wichtige Rohstoffe kann zu höheren Materialaufwendungen führen

Prognose und Modellannahmen

In Mio. €	2009	2010e alt	2010e neu	2011e
Umsatz	107,22	122,00	127,00	138,00
EBITDA	0,74	9,69	10,24	13,52
EBITDA-Marge	0,7 %	7,9 %	8,1%	9,8%
EBIT	-5,96	3,19	3,74	6,92
EBIT-Marge	neg.	2,6 %	2,9%	5,0%
Konzernergebnis	-7,50	0,03	0,24	3,77

Quelle: GBC

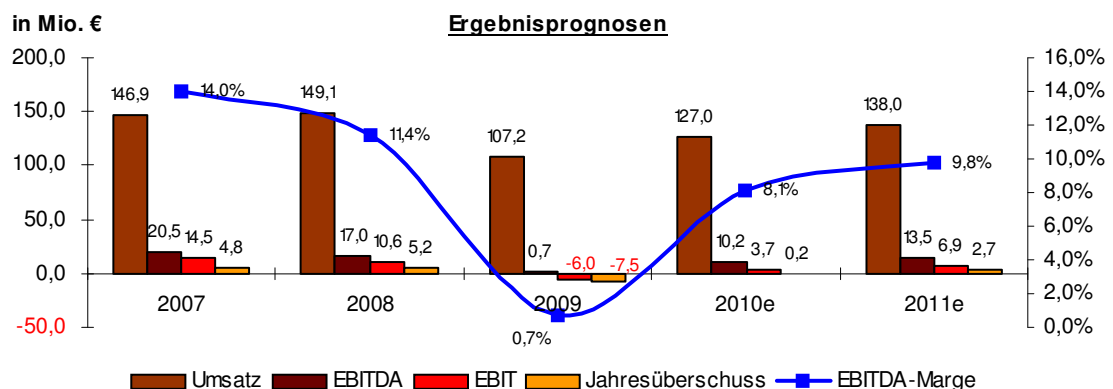
Umsatzprognosen - Deutlicher Umsatzzuwachs in 2010

Für das laufende Geschäftsjahr 2010 rechnen wir mit einer deutlichen Umsatzsteigerung bei der Greiffenberger AG. Unsere Umsatzprognose für den Konzern sieht dabei ein Volumen von 127,00 Mio. € (bisher: 122,0 Mio. €) vor, was einer Wachstumsrate von 18,4 % im Vergleich zum Vorjahr entspricht. Gemäß Aussagen des Vorstands sollen die Umsatzerlöse im ersten Quartal 2010 bereits deutlich über dem Vorjahresniveau liegen. Ebenso war bei den Ordereingängen in den Monaten Februar und März eine handfeste Belegung zu verzeichnen. Aufgrund der schwachen ersten beiden Quartale 2009 wird der Basiseffekt im ersten Halbjahr 2010 besonders ausgeprägt ausfallen, so dass sich das Umsatzwachstum in der zweiten Jahreshälfte leicht abschwächen sollte.

Bei der größten Tochtergesellschaft ABM gehen wir von einem Umsatzanstieg im laufenden Geschäftsjahr 2010 um 18,6 % auf dann 74,50 Mio. € aus. Dabei unterstellen wir eine verstärkte Nachfrage nach ABM-Produkten von den Kunden aus den Branchen Maschinen- und Anlagenbau. Wachstumsimpulse erwarten wir uns aus dem Verkauf der neuen Azimut-Antriebe für Windkraftanlagen. Nachdem die Serienfertigung im August 2009 anlief, ist hier für das Gesamtjahr 2010 von einem deutlichen Umsatzschub auszugehen.

Ein deutliches Wachstum sollte sich in 2010 auch bei Eberle einstellen. Hier rechnen wir mit Umsatzerlösen in Höhe von 35,00 Mio. €, was einem Umsatzzuwachs von 24,2 % entspricht. Die Kurzarbeit in der Fertigung wurde aufgrund des Anziehens der Nachfrage bereits komplett zurückgefahren. In 2010 sollten sich nach unserer Einschätzung insbesondere die Regionen Asien und USA als Wachstumstreiber erweisen.

Das Tochterunternehmen BKP sollte nach unserer Einschätzung an das Wachstum der vergangenen Jahre anknüpfen können, auch wenn das erste Quartal 2010 witterungsbedingt schwächer ausfallen sollte. Als Wachstumstreiber sollte sich die weitere Internationalisierung der Gesellschaft erweisen. In 2009 lag der Umsatzzuwachs hier bei knapp 53 %. Zudem werden die Produktionskapazitäten im Zuge des Umzugs an den neuen Standort in Velten deutlich ausgeweitet. Dies sollte in 2010 sowie in den Folgejahren in entsprechend höheren Umsätzen münden. Bei der BKP erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr 2010 eine Umsatzsteigerung von 7,9 % auf 17,50 Mio. €.



Quelle: GBC

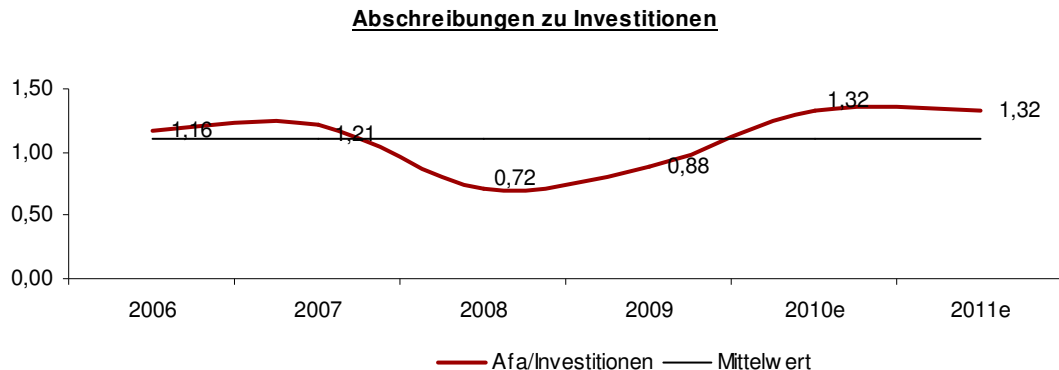
Ergebnisprognosen - Anstieg der EBITDA-Marge auf 8 %, Positiver Free Cash Flow erwartet

Das EBITDA sollte in 2010 wieder deutlich ansteigend verlaufen und unsere bisherige Prognose übertreffen. Infolge des Umsatzanstiegs wird es zu einer merklichen Fixkostendegression kommen. Wir sehen beim EBITDA einen Wert von 10,24 Mio. € (bisher: 9,69 Mio. €). Bei der Materialaufwandsquote rechnen wir aufgrund der inzwischen wieder angestiegenen Rohstoffpreise mit einer leichten Erhöhung gegenüber 2009. Auch bei den Personalaufwendungen rechnen wir in 2010 trotz der gesunkenen Mitarbeiteranzahl infolge der Reduzierung der Kurzarbeit mit einem leichten Anstieg auf 45,00 Mio. €. Allerdings sollte die Mitarbeiteranzahl im Jahresverlauf nicht ansteigen, tendenziell eher abnehmen. Bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen werden sich die Sonderaufwendungen nach unserer Einschätzung in 2010 nicht wiederholen, so dass wir einen Rückgang auf 14,60 Mio. € erwarten.

Die Abschreibungen werden vor dem Hintergrund des Investitionsprogramms mit geschätzten -6,50 Mio. € auf einem hohen Niveau bleiben. Das Finanzergebnis sollte sich erwartungsgemäß auf -3,50 Mio. € summieren. Hiervon entfallen rund -3,00 Mio. € auf Zinszahlungen sowie -0,50 Mio. € auf den Ergebnisanteil der BKP. Unter dem Strich sollte der Jahresüberschuss mit 0,24 Mio. € wieder leicht positiv ausfallen. Die Aufnahme einer Dividendenausschüttung erwarten wir folgerichtig nicht.

Die Investitionen sollten nach dem nun abgeschlossenen Investitionsprogramm im laufenden Geschäftsjahr 2010 überschaubar ausfallen. Dabei sollten sich die Investitionsvorhaben im Wesentlichen auf Ersatzinvestitionen beschränken. Zudem erfolgt der Roll-Out einer neuen ERP-Software bei ABM. Die Investitionen sollten in 2010 mit einem geschätzten Volumen von rund 5 Mio. € unter den Abschreibungen liegen. Diese Tendenz sollte sich auch in 2011 fortsetzen, wie die nachfolgende Graphik zeigt.

Quelle: GBC



Verbesserungen auf der Working Capital Seite sind unter anderem durch ein neues Konsignationslager eines wichtigen Stahllieferanten bei Eberle zu erwarten. Dank des deutlich positiven EBITDA, der moderaten Investitionen sowie des geringen Anstiegs des Working Capitals ist von einem positiven freien Cash Flow in 2010 auszugehen. Dies sollte einen weiteren Abbau der Nettoverschuldung zur Folge haben.

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die Greiffenberger AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2010 und 2011 in Phase 1, erfolgt von 2012 bis 2017 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir durchschnittliche Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 11,0 % (bisher: 11,6 %) angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 29,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %. Dividendenzahlungen haben wir bislang nicht in unserem DCF-Modell berücksichtigt.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Greiffenberger AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind 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: 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.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,59 (bisher: 1,47).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,6 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 60,0 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,3 % (bisher: 9,2 %).

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

Fazit

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,3 % errechnet. Der daraus resultierende neue faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2010 entspricht als **Kursziel 9,57 € (bisher: 8,47 €)**.

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	11,0%	ewige EBITA - Marge	7,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	13,2%	effektive Steuerquote im Endwert	29,0%
Working Capital zu Umsatz	17,8%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	
Umsatz (US)	127,00	138,00	144,90	152,15	159,75	167,74	176,13	184,93	
<i>US Veränderung</i>	18,4%	8,7%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	2,50	2,81	2,95	3,09	3,24	3,40	3,56	3,73	
EBITDA	10,24	13,52	15,94	16,74	17,57	18,45	19,37	20,34	
<i>EBITDA-Marge</i>	8,1%	9,8%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	
EBITA	3,74	6,92	9,46	10,25	11,08	11,94	12,85	13,81	
<i>EBITA-Marge</i>	2,9%	5,0%	6,5%	6,7%	6,9%	7,1%	7,3%	7,5%	7,5%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-1,08	-2,01	-2,74	-2,97	-3,21	-3,46	-3,73	-4,00	
EBI (NOPLAT)	2,66	4,91	6,72	7,28	7,87	8,48	9,13	9,80	
Kapitalrendite	3,7%	6,8%	9,2%	9,7%	10,3%	10,9%	11,5%	12,1%	12,1%
Working Capital (WC)	22,00	24,00	25,76	27,05	28,40	29,82	31,32	32,88	
<i>WC zu Umsatz</i>	17,3%	17,4%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	
<i>Investitionen in WC</i>	-2,06	-2,00	-1,76	-1,29	-1,35	-1,42	-1,49	-1,57	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	50,70	49,10	49,10	49,20	49,30	49,40	49,49	49,59	
<i>AFA auf OAV</i>	-6,50	-6,60	-6,48	-6,48	-6,49	-6,51	-6,52	-6,53	
<i>AFA zu OAV</i>	12,8%	13,4%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-4,88	-5,00	-6,48	-6,58	-6,59	-6,61	-6,62	-6,63	
Investiertes Kapital	72,70	73,10	74,86	76,25	77,70	79,22	80,81	82,47	
EBITDA	10,24	13,52	15,94	16,74	17,57	18,45	19,37	20,34	
Steuern auf EBITA	-1,08	-2,01	-2,74	-2,97	-3,21	-3,46	-3,73	-4,00	
Investitionen gesamt	-6,93	-7,00	-8,24	-7,87	-7,95	-8,03	-8,11	-8,20	
<i>Investitionen in OAV</i>	-4,88	-5,00	-6,48	-6,58	-6,59	-6,61	-6,62	-6,63	
<i>Investitionen in WC</i>	-2,06	-2,00	-1,76	-1,29	-1,35	-1,42	-1,49	-1,57	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	2,22	4,51	4,95	5,89	6,41	6,96	7,54	8,14	114,75
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	92,20	96,25							
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	30,55	28,88							
<i>Barwert des Continuing Value</i>	61,65	67,37							
Nettoschulden (Net debt)	50,10	48,74							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	42,10	47,51							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	42,10	47,51							
Ausstehende Aktien in Mio.	4,400	4,400							
Fairer Wert der Aktie in EUR	9,57	10,80							

Kapitalkostenermittlung :

<i>risikolose Rendite</i>	3,0%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	1,56
Eigenkapitalkosten	11,6%
<i>Zielgewichtung</i>	60,0%
Fremdkapitalkosten	7,5%
<i>Zielgewichtung</i>	40,0%
<i>Taxshield</i>	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%	
4,1%	0,18	-0,35	-0,80	-1,18	-1,50	-1,77	-2,01	-2,22	-2,41	
6,1%	4,52	3,48	2,62	1,89	1,27	0,73	0,27	-0,14	-0,50	
8,1%	8,86	7,32	6,04	4,96	4,04	3,24	2,55	1,95	1,42	
10,1%	13,20	11,16	9,46	8,03	6,80	5,75	4,83	4,03	3,33	
12,1%	17,54	15,00	12,88	11,09	9,57	8,26	7,12	6,12	5,24	
14,1%	21,88	18,83	16,30	14,16	12,33	10,76	9,40	8,20	7,15	
16,1%	26,22	22,67	19,72	17,23	15,10	13,27	11,68	10,29	9,06	
18,1%	30,56	26,51	23,14	20,29	17,87	15,78	13,96	12,37	10,97	
20,1%	34,90	30,35	26,56	23,36	20,63	18,28	16,24	14,46	12,88	

Fazit

Der konjunkturelle Einbruch im abgelaufenen Jahr 2009 hat die Greiffenberger AG mit voller Wucht getroffen und das Unternehmen vor große Herausforderungen gestellt. Die beiden Tochterunternehmen ABM und Eberle sahen sich mit einer deutlicher geringeren Nachfrage von Kundenseite und entsprechend niedrigeren Umsätzen konfrontiert. Die beiden Gesellschaften haben mit Kosteneinsparungsmaßnahmen in allen Bereichen dem gesunkenen Umsatzvolumen entgegengesteuert. Die Tochtergesellschaft BKP konnte dagegen den Wachstumstrend der vergangenen Jahre unverändert fortsetzen. Im Gesamtjahr 2009 reduzierte sich der Konzernumsatz um 28,1 % auf 107,2 Mio. €, wobei erste Erholungstendenzen in der zweiten Jahreshälfte spürbar waren. Das EBITDA fiel mit 0,7 Mio. € leicht positiv aus, während sich der Jahresüberschuss auf -7,5 Mio. € belief.

Das schwierige Geschäftsjahr 2009 führte bei der Greiffenberger AG zu einem Substanzverlust, der sich auch in der Konzernbilanz widerspiegelt. Die Eigenkapitalquote ging auf 20,6 % (VJ: 28,4 %) per Ende Dezember 2009 zurück. Mittelfristig wird hier unverändert ein Zielwert von 33 % auf Konzernebene angestrebt. Weitere Erfolge konnten bei der Rückführung der Nettoverschuldung erzielt werden. Dank eines sehr guten Working Capital Managements konnte die Nettoverschuldung trotz des operativen Verlustes und eines ambitionierten Investitionsprogramms von rund 9,3 Mio. € weiter reduziert werden.

Wir sind zuversichtlich, dass die Talsohle im ersten Halbjahr 2009 erreicht wurde. Im laufenden Geschäftsjahr 2010 ist von einer merklichen Umsatzsteigerung auszugehen. Die Erholungstendenzen sollten bereits in den Zahlen zum 1. Quartal 2010 sichtbar werden. Für das Gesamtjahr 2010 rechnen wir mit einem deutlichen Umsatzzuwachs um 18,4 % auf dann 127,0 Mio. €. Dazu sollten alle drei Tochterunternehmen ihren Beitrag leisten. Auch auf der Ergebnisseite sehen wir eine deutliche Verbesserung. Der Umsatzanstieg sowie die gestrafften Kostenstrukturen lassen nach unserer Prognose für 2010 ein EBITDA in Höhe von 10,24 Mio. € erwarten. Wir haben damit unsere EBITDA-Schätzung von bisher 9,69 Mio. € leicht nach oben korrigiert. Des Weiteren sollte der freie Cash Flow infolge eines nur leicht ansteigenden Working Capitals sowie moderater Investitionen in 2010 erneut positiv ausfallen und eine weitere Rückführung der Bankverbindlichkeiten ermöglichen.

Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir für die Aktie der Greiffenberger AG ein neues Kursziel von 9,57 € (bisher: 8,47 €) ermittelt. Auf Basis des aktuellen Kurses schätzen wir die Bewertung als sehr attraktiv ein. Das errechnete Kurspotential beläuft sich derzeit auf über 70 %. Wir sind der Meinung, dass die Veröffentlichung der Zahlen zum ersten Quartal 2010 mit dazu beitragen wird, die Unterbewertung der Aktie abzubauen. Wir stufen die Aktie der Greiffenberger AG weiterhin mit Kaufen ein.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

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

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden 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 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 AG 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 AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG 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 AG 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 Interessenskonflikte 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

Felix Gode, Wirtschaftsjurist (FH), Finanzanalyst

§ 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