



Researchstudie (Update)



Umsatz und Ergebnis im ersten Halbjahr 2010 deutlich besser als erwartet

Veröffentlichungsdatum: 01.09.2010

Fairer Wert: 11,79 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 10
Fertigstellung: 31.08.2010 Erstveröffentlichung: 01.09.2010

Kaufen

Kursziel: 11,79

(bisher: 9,57 €)

aktueller Kurs: 7,30

26.8.2010 / FFM

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005897300

WKN: 589730

Börsenkürzel: GRF

Aktienanzahl³: 4,400

Marketcap³: 32,12

EnterpriseValue³: 80,95

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 10

Greiffenberger AG ^{*5,7}

Unternehmensprofil

Branche: Industrie

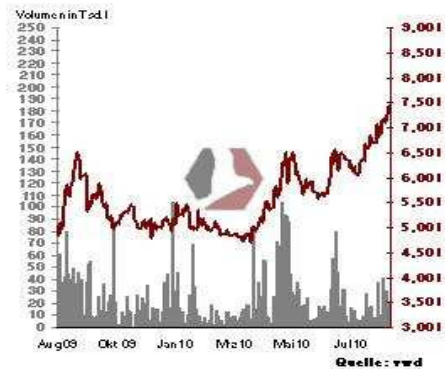
Fokus: Antriebstechnik, Sägeblätter/ Bandstahl,
Kanalsanierung

Mitarbeiter: 928 Stand: 30.6.2010

Gründung: 1986

Firmensitz: Marktredwitz

Vorstand: Stefan Greiffenberger



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	135,50	140,00
EBITDA	16,97	0,74	15,05	15,69
EBIT	10,59	-5,96	8,45	9,09
Jahresüberschuss	5,19	-7,50	3,81	4,52

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	1,18	-1,70	0,87	1,03
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,57	0,75	0,60	0,58
EV/EBITDA	5,03	109,09	5,38	5,16
EV/EBIT	8,07	-13,59	9,58	8,90
KGV	6,19	neg.	8,43	7,11
KBV		1,37		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

08.11.2010: Veröffentlichung 9M-Bericht

09.12.2010: 10. MKK

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

3.5.2010: RS / 9,57 / KAUFEN

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;

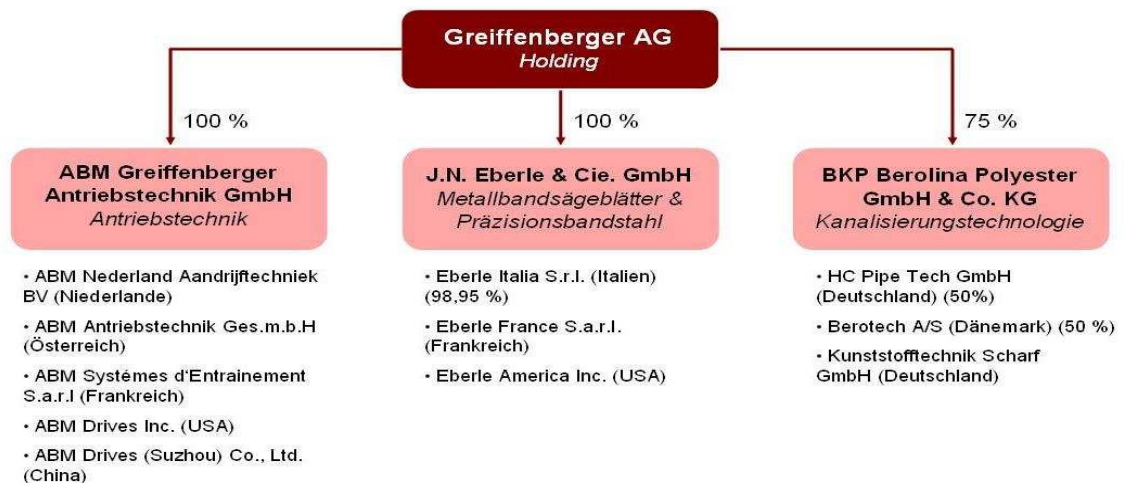
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

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	31.12.2009	30.06.2010
Greiffenberger Holding GmbH	61,34 %	61,34 %
Dr. Karl Gerhard Schmidt	11,36 %	10,12 %
Streubesitz	27,30 %	28,54 %
Summe	100,0 %	100,0 %



Quelle: Greiffenberger, GBC

Geschäftsentwicklung 1. HJ 2010

In Mio. €	1. HJ 2009	1. HJ 2010	Delta 2009/2010
Umsatzerlöse	48,71	64,14	+ 31,7%
EBITDA	-1,01	6,77	k. A.
EBITDA-Marge	Neg.	10,6 %	k. A.
EBIT	-4,22	3,46	k. A.
EBIT-Marge	Neg.	5,4 %	k. A.
Konzernergebnis	-3,56	1,46	k. A.

Quelle: Greiffenberger, GBC

Umsatzerlöse - Deutlicher Umsatzanstieg um über 30 %

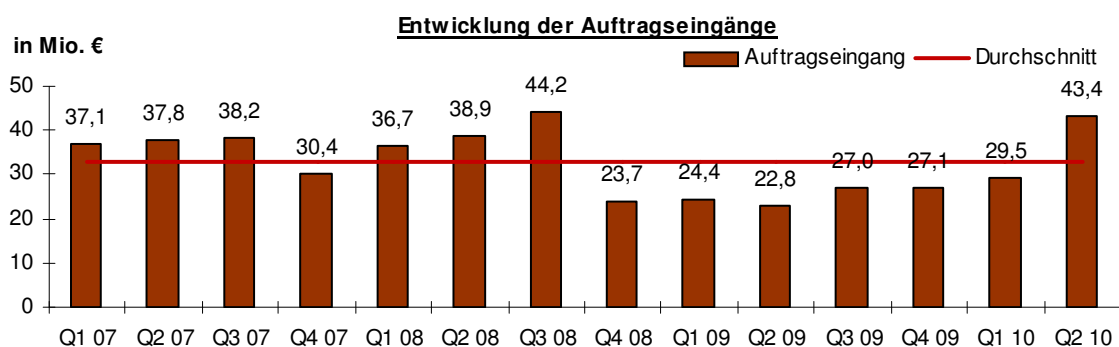
Die Greiffenberger AG konnte von dem globalen konjunkturellen Aufschwung profitieren und ein überaus kraftvolles erstes Halbjahr 2010 hinlegen. Die Umsatzerlöse auf Konzernebene konnten im Berichtszeitraum 2010 dynamisch um 31,7 % auf 64,14 Mio. € (VJ: 48,71 Mio. €) zulegen. Dabei konnten vor allem die beiden zyklischeren Tochterunternehmen ABM und Eberle starke Aufwärtstendenzen verzeichnen und zeigten sich für den Anstieg der Konzern-erlöse verantwortlich. Dank einer hohen Nachfrage aus den ausländischen Absatzmärkten erhöhte sich die Exportquote auf 59 % (VJ: 51 %).

Das größte Tochterunternehmen ABM erzielte im ersten Halbjahr 2010 einen deutlichen Umsatzanstieg um 33,1 % auf 37,8 Mio. € (VJ: 28,4 Mio. €). Gegenüber dem noch verhaltenen ersten Quartal 2010 (Q1 2010: 18,1 Mio. €) konnte der Umsatz im zweiten Quartal 2010 auf 19,7 Mio. € erhöht werden. Eine anziehende Nachfrage nach ABM Produkten war aus allen relevanten Branchen zu verspüren. Der Nachfrageanstieg erfolgte dabei auf breiter Front und war vornehmlich exportgetrieben. Wichtige Kundengruppen von ABM, wie z. B. Gabelstapler, Deckenkräne, sollten als Spätzykliker allerdings erst mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung vom konjunkturellen Aufschwung profitieren, so dass das Book-to-Bill Ratio bei ABM nach unserer Einschätzung im zweiten Quartal 2010 deutlich über 1 gelegen haben sollte. Die Umsätze im Bereich Windkraft entwickelten sich planmäßig und konnten gegenüber dem Vorjahr zulegen.

Auf eine dynamische Entwicklung in den ersten sechs Monaten 2010 kann auch die Tochtergesellschaft Eberle zurückblicken. Hier konnten die Umsätze im Halbjahreszeitraum 2010 um über 50 % auf 19,8 Mio. € (VJ: 13,1 Mio. €) gesteigert werden. Nach 8,2 Mio. € im ersten Quartal 2010 lag der Umsatz im zweiten Quartal bereits bei 11,6 Mio. €. Eine merkliche Nachfragebelebung stellte sich bei Eberle seit März 2010 ein. Eberle weist mit einer Exportquote von rund 93 % die höchste Internationalität im Konzernverbund aus. Insbesondere aus den Regionen Asien, Nordamerika und Osteuropa war ein reges Bestellverhalten nach Metallbandsägeblättern und Präzisionsbandstahl festzustellen.

Bei der dritten Tochtergesellschaft BKP fiel das erste Halbjahr 2010 aufgrund einer witterungsbedingten geringeren Nachfrage zu Jahresbeginn leicht schwächer aus. Die Umsatzerlöse beliefen sich in 2010 auf 6,6 Mio. € gegenüber 7,2 Mio. € im Vorjahr.

Die Erholungstendenzen des operativen Geschäfts spiegeln sich auch in den Ordereingängen wider, wie die nachstehende Graphik verdeutlicht. Im zweiten Quartal 2010 beschleunigte sich der Auftragseingang gegenüber den Vorquartalen nochmals deutlich, was vor allem auf die ABM zurückzuführen ist. Mit 43,4 Mio. € lag der Ordereingang hier signifikant über dem Durchschnitt der vorangegangenen Quartale.



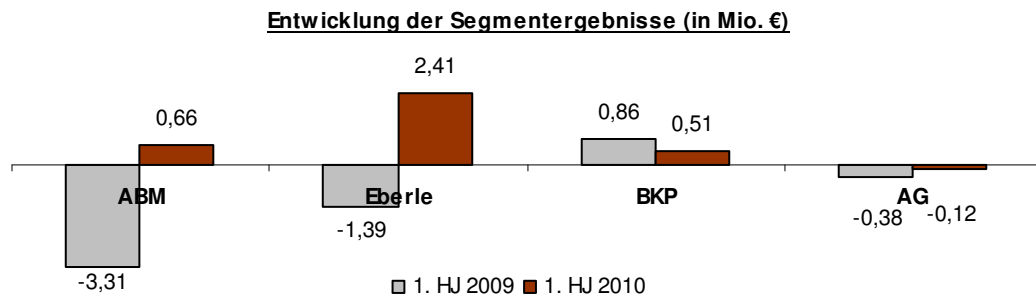
Ergebnisentwicklung - Operatives Ergebnis im 1. HJ 2010 deutlich über Erwartungen

Der absolute Rohertrag erhöhte sich im ersten Halbjahr 2010 um über 10 Mio. € auf 36,30 Mio. € (VJ: 25,17 Mio. €), was einer Rohertragsmarge von 55,32 % (VJ: 54,29 %) entspricht. Die Steigerung der Rohertragsmarge gelang, obwohl die sonstigen betrieblichen Erträge (1. HJ 2010: 1,37 Mio. € versus 1. HJ 2009: 1,61 Mio. €) als auch die aktivierten Eigenleistungen (1. HJ 2010: 0,15 Mio. € versus 1. HJ 2009: 0,30 Mio. €) geringer ausfielen als noch im Vorjahr.

Die Personalaufwendungen erfuhren im ersten Halbjahr 2010 infolge der gestiegenen Geschäftstätigkeit einen Anstieg auf 22,08 Mio. € nach 19,65 Mio. € im Vorjahr. Dieser Anstieg ist neben der fast vollständigen Beendigung der Kurzarbeit sowie einer vereinzelt Einstellung von Leiharbeitern auch im Zusammenhang mit den Arbeitszeitmodellen der Belegschaft zu sehen. Die Personalaufwandsquote reduzierte sich dagegen aufgrund des deutlich gestiegenen Umsatzvolumens auf 34,43 % (VJ: 40,34 %). Gegenüber Ende Dezember 2009 (31.12.2009: 957) ging die Mitarbeiterzahl im Rahmen der natürlichen Fluktuation nochmals auf 928 zurück. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen erhöhten sich im ersten Halbjahr 2010 um rund 1 Mio. € auf 7,45 Mio. €.

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) konnte im ersten Halbjahr 2010 gegenüber dem vergleichbaren Vorjahreszeitraum signifikant verbessert werden und belief sich auf 6,77 Mio. € (VJ: -1,01 Mio. €). Dies entspricht einer EBITDA-Marge von 10,6 %. Damit kann die Greiffenberger AG zwar noch nicht an die erreichten Margenniveaus zwischen 12,5 % und 14 % für den Zeitraum 2005 bis 2007 anknüpfen, befindet sich jedoch auf einem guten Weg zur alten Margenstärke. Die Abschreibungen lagen mit 3,31 Mio. € annähernd auf Vorjahresniveau (VJ: 3,21 Mio. €).

Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) lag nach dem ersten Halbjahr 2010 bei 3,46 Mio. € und damit deutlich über dem Vorjahreswert von -4,22 Mio. €. Das nachstehende Schaubild zeigt die operativen Ergebnisse der drei Tochterunternehmen sowie die Holding-Kosten.



Quelle: Greiffenberger, GBC

Am deutlichsten zeigt sich der Ergebnissprung bei Eberle, während ABM noch von der in der Vergangenheit erreichten Ergebnisqualität entfernt ist. Die BKP lag aufgrund der niedrigeren Umsatzbasis beim Ergebnis noch hinter dem Vorjahr zurück.

Das negative Finanzergebnis in Höhe von -1,90 Mio. € (VJ: -1,50 Mio. €) erklärt sich vor allem durch die langfristigen Finanzverbindlichkeiten von 43,3 Mio. €, denen liquide Mittel von über 9 Mio. € gegenüberstehen, welche allerdings sehr niedrig verzinst werden. Die geringe Steuerlast im ersten Halbjahr 2010 von lediglich -0,10 Mio. € ist auf eine Steuergutschrift über rund 0,3 Mio. € aus einer Betriebsprüfung zurückzuführen. Folglich gelang der Greiffenberger AG auf Basis des Jahresüberschusses wieder die Rückkehr in die Gewinnzone und sie erzielte einen positiven Jahresüberschuss von 1,46 Mio. € (VJ: -3,55 Mio. €), was einem Gewinn je Aktie von 0,33 € (VJ: -0,81 €) entspricht.

Bilanzielle und finanzielle Situation - Weiterer Abbau der Nettoverschuldung

In Mio. €	31.12.2009	30.6.2010
Eigenkapitalquote	20,6 %	21,8 %
Nettoverschuldung	37,4	35,1
Net Working Capital	20,0	20,6

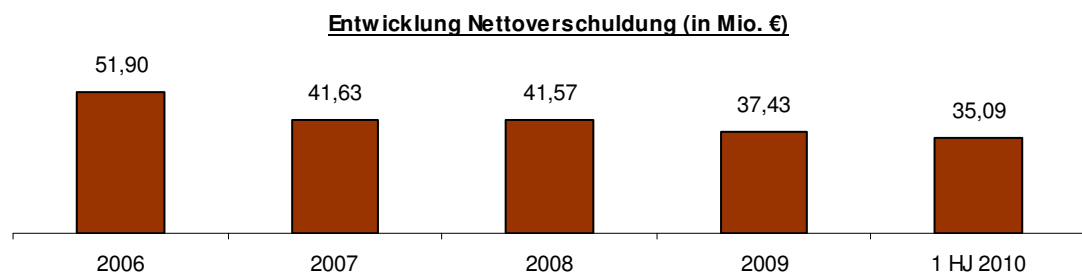
Quelle: Greiffenberger AG, GBC

Das bilanzielle Bild der Gesellschaft hat sich im ersten Halbjahr 2010 aufgehellt. Per Ende Juni 2010 belief sich die Eigenkapitalquote auf knapp 22 % (31.12.2009: 20,6 %). Die angestrebte Zielquote beläuft sich weiterhin auf 33 %.

Die immateriellen Vermögenswerte haben sich aufgrund der Einführung einer neuen ERP-Software bei ABM geringfügig um rund 0,4 Mio. € auf 1,53 Mio. € erhöht, fallen aber weiterhin sehr moderat aus. Das Sachanlagevermögen reduzierte sich infolge der niedrigeren Investitionstätigkeit im ersten Halbjahr 2010 um rund 2 Mio. € auf 49,18 Mio. €.

Die strukturellen Optimierungsmaßnahmen beim Working Capital zeigten auch im bisherigen Jahresverlauf bemerkenswerte Verbesserungen. So konnte der Vorratsabbau trotz der deutlich gestiegenen Umsätze nochmals um rund 1 Mio. € auf 32,55 Mio. € fortgesetzt werden. Zwar ist in der zweiten Jahreshälfte bei den Vorräten wieder mit einem Anstieg zu rechnen, allerdings sollte dieser unterproportional zur Umsatzentwicklung verlaufen.

Das positive operative Ergebnis, die geringe Investitionstätigkeit sowie die Erfolge beim Working Capital Management hatten zur Folge, dass die Nettoverschuldung weiter abgebaut werden konnte. Zum 30.6.2010 belief sich die Nettoverschuldung auf 35,1 Mio. €. Die nachstehende Graphik zeigt die Entwicklung der Nettoverschuldung.



Quelle: Greiffenberger AG, GBC

Die Finanzverbindlichkeiten haben fast ausschließlich langfristigen Charakter und setzen sich aus Genussrechten in Höhe von 10,0 Mio. € sowie Bankkrediten von 33,3 Mio. € zusammen.

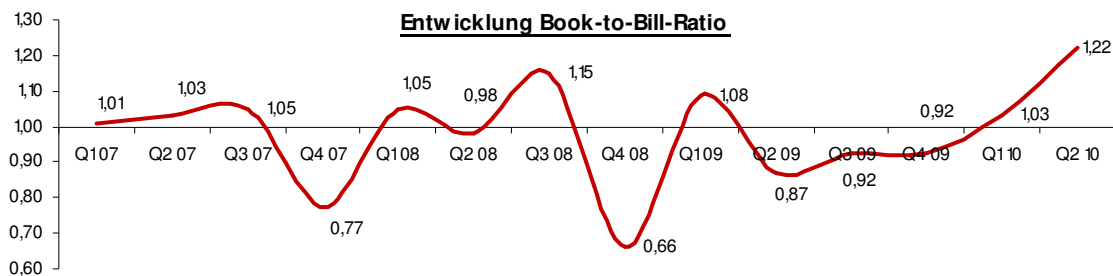
Prognose und Modellannahmen

In Mio. €	2010e alt	2010e neu	2011e alt	2011e neu
Umsatz	127,00	135,50	138,00	140,00
EBITDA	10,24	15,05	13,52	15,69
EBITDA-Marge	8,1%	11,1%	9,8%	11,2%
EBIT	3,74	8,45	6,92	9,09
EBIT-Marge	2,9%	6,2%	5,0%	6,5%
Konzernergebnis	0,24	3,81	3,77	4,52

Quelle: GBC

Umsatzprognosen - Weiteres Wachstum in der zweiten Jahreshälfte erwartet

Die positive Geschäftsentwicklung sollte sich nach unserer Einschätzung auch in der zweiten Jahreshälfte 2010 fortsetzen. Für das laufende Geschäftsjahr 2010 erwarten wir Umsatzerlöse auf Konzernebene in Höhe von 135,50 Mio. €. Damit haben wir unserer bisherige Umsatzschätzung für 2010 von 127,00 Mio. € deutlich nach oben angepasst. Zuversichtlich stimmt uns für die weitere Entwicklung die Situation bei den Auftragseingängen. Dieser positive Trend hat sich nach Angaben des Vorstands im Juli bestätigt. Die nachfolgende Graphik zeigt das Verhältnis zwischen Aufträgen und Umsätzen (Book-to-Bill Ratio) auf Quartalsbasis.



Quelle: GBC, Greiffenberger

Im zweiten Quartal 2010 konnte hier ein Rekordwert erreicht werden. Die starken Ordereingänge im zweiten Quartal 2010 sollten nach unserer Meinung in einem stärkeren Ausmaß die Tochtergesellschaft ABM betreffen.

Bei ABM rechnen wir unter konservativen Gesichtspunkten mit einem Umsatzvolumen für das Gesamtjahr 2010 von 80,0 Mio. €. Wichtige Kundengruppen, wie die aus den Branchen Gabelstapler, Hebebühnen oder Deckenkräne, haben einen spätzyklischen Charakter, so dass sich das Bestellverhalten hier erst mit einer zeitlichen Verzögerung erholt hat. Die Umsätze mit Kunden aus der Windkraftbranche sollten sich unverändert gut entwickeln.

Eberle geht auf der Grundlage eines robusten Auftragsbestands in die zweite Jahreshälfte. Für 2010 sieht unsere Umsatzschätzung bei Eberle einen Wert von 40,0 Mio. € vor und damit in etwa auf der Höhe des ersten Halbjahres 2010. Getragen werden sollte die Nachfrage nach Eberle-Produkten weiterhin von den Regionen Asien, Nordamerika sowie Osteuropa.

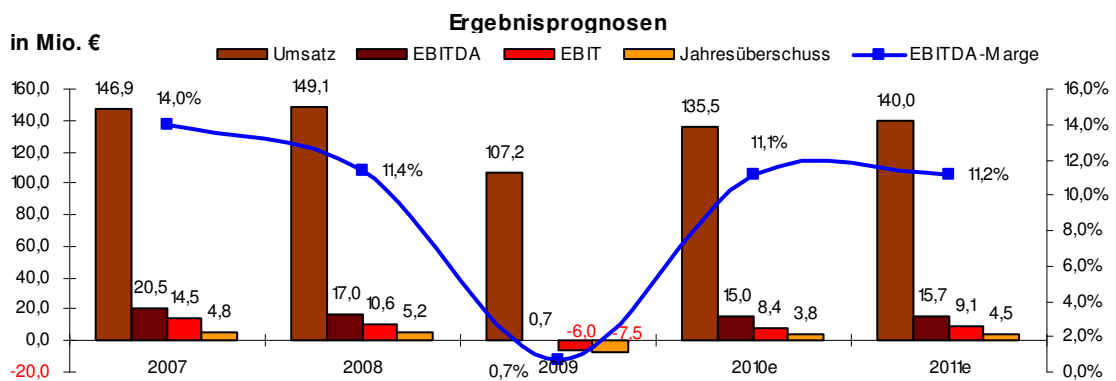
Bei der BKP gehen wir davon aus, dass der Umsatz in 2010 nicht ganz den Vorjahresumsatz erreichen wird. Einerseits liegt der Umsatz nach dem ersten Halbjahr 2010 infolge des harten Winters mit 6,6 Mio. € rund 0,6 Mio. € hinter dem Vorjahr zurück. Andererseits denken wir, dass sich die BKP aufgrund des geplanten Umzugs in das neue Gebäude in Velten gegen Ende des Jahres auf der Vertriebsseite noch etwas zurückhalten wird und den Fokus verstärkt auf das kommende Geschäftsjahr 2011 richtet. Aus diesen beiden Gründen erwarten wir für das Gesamtjahr 2010 einen gegenüber dem Vorjahr leicht geringeren Umsatz von 15,5 Mio. €.

Ergebnisprognosen - 2010er KGV bereits wieder unter 10

Unsere EBITDA-Prognose haben wir im Zuge der Veröffentlichung des Halbjahresberichtes 2010 ebenfalls deutlich nach oben korrigiert. Nachdem wir bislang von einem Wert in Höhe von 10,24 Mio. € ausgegangen sind, erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr 2010 nunmehr ein EBITDA von 15,05 Mio. €. Die erwartete EBITDA-Marge beträgt somit 11,1 %. Das Unternehmen selbst hat ein EBITDA in der Spannweite von 12,5 Mio. € bis 16,5 Mio. € in Aussicht gestellt und damit die eigenen Prognosen präzisiert. Im Rahmen unserer Schätzungen unterstellen wir, dass sich die Materialaufwandsquote infolge ansteigender Preise für wichtige Rohstoffe und Materialien in der zweiten Jahreshälfte leicht erhöhen wird. Des Weiteren gehen wir davon aus, dass sich der Personalaufwand gegenüber dem ersten Halbjahr 2010 in absoluten Zahlen leicht erhöhen sollte, die Personalaufwandsquote sollte dagegen weiter rückläufig sein.

Die nachstehende Graphik veranschaulicht unsere angepassten Umsatz- und Ergebnisprognosen für die Geschäftsjahre 2010 sowie 2011.

Quelle: GBC



Die Abschreibungen sollten im laufenden Geschäftsjahr 2010 mit 6,60 Mio. € annähernd auf Vorjahresniveau liegen, allerdings deutlich unter den Investitionen von geschätzten 4,3 Mio. €. Das Finanzergebnis in 2010 wird nach unserer Einschätzung leicht schlechter ausfallen als bislang von uns erwartet. Nunmehr rechnen wir mit einem negativen Finanzergebnis von -3,80 Mio. € (bisher: -3,50 Mio. €). Unter Berücksichtigung einer moderaten Steuerquote auf Konzernebene von 18,0 % sehen wir den Jahresüberschuss in 2010 bei 3,81 Mio. € (bisher: 0,17 Mio. €). Bei einem erwarteten Gewinn je Aktie von 0,87 € liegt das 2010er KGV bei attraktiven 8,7.

Unsere Prognosen für das kommende Geschäftsjahr 2011 haben wir infolge der besser als erwarteten Geschäftsentwicklung sowie der erfreulichen Auftragsituation ebenfalls leicht erhöht.

Beim weiteren Abbau der Nettoverschuldung sollte die Greiffenberger AG auch in der zweiten Jahreshälfte weitere Erfolge erzielen. Der Investitionsbedarf sollte im weiteren Jahresverlauf überschaubar sein und sich lediglich auf notwendige Ersatzinvestitionen beschränken. Bei dem Working Capital sehen wir lediglich einen leichten Anstieg im zweiten Halbjahr 2010, was vornehmlich auf den Lagerbestandsaufbau aufgrund des gestiegenen Geschäftsvolumens zurückzuführen ist. Positiv auf den operativen Cash Flow wirkt sich zudem die Tatsache aus, dass die effektive Steuerquote aufgrund der vorhandenen Verlustvorträge unter den angenommenen 18,0 % liegen wird. Dank des deutlich positiven EBITDA in Kombination mit den oben beschriebenen Annahmen sollte sich die Nettoverschuldung folglich weiter reduzieren.

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 4,0 % (bisher: 5,0 %). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 11,2 % (bisher: 11,0 %) 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 %.

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.

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 %.

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

Fazit - Kursziel nach HJ-Zahlen erhöht

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 11,79 €** (bisher: 9,57 €).

Greiffenberger AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	4,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	11,2%	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	
	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	Endwert
Umsatz (US)	135,50	140,00	145,60	151,42	157,48	163,78	170,33	177,14	
US Veränderung	26,4%	3,3%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,71	2,85	2,97	3,08	3,19	3,32	3,44	3,57	
EBITDA	15,05	15,69	16,32	16,97	17,65	18,36	19,09	19,86	
EBITDA-Marge	11,1%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	
EBITA	8,45	9,09	9,84	10,49	11,16	11,85	12,57	13,32	
EBITA-Marge	6,2%	6,5%	6,8%	6,9%	7,1%	7,2%	7,4%	7,5%	7,5%
Steuern auf EBITA	-1,52	-1,82	-2,85	-3,04	-3,24	-3,44	-3,65	-3,86	
zu EBITA	18,0%	20,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
EBI (NOPLAT)	6,93	7,28	6,99	7,45	7,92	8,42	8,93	9,46	
Kapitalrendite	9,6%	10,1%	9,6%	9,9%	10,4%	10,9%	11,4%	11,9%	11,9%
Working Capital (WC)	22,00	24,00	25,89	26,92	28,00	29,12	30,28	31,50	
WC zu Umsatz	16,2%	17,1%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	
Investitionen in WC	-2,06	-2,00	-1,89	-1,04	-1,08	-1,12	-1,16	-1,21	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	50,00	49,10	49,10	49,20	49,30	49,40	49,49	49,59	
AFA auf OAV	-6,60	-6,60	-6,48	-6,48	-6,49	-6,51	-6,52	-6,53	
AFA zu OAV	13,2%	13,4%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	
Investitionen in OAV	-4,28	-5,70	-6,48	-6,58	-6,59	-6,61	-6,62	-6,63	
Investiertes Kapital	72,00	73,10	74,99	76,12	77,30	78,52	79,78	81,09	
EBITDA	15,05	15,69	16,32	16,97	17,65	18,36	19,09	19,86	
Steuern auf EBITA	-1,52	-1,82	-2,85	-3,04	-3,24	-3,44	-3,65	-3,86	
Investitionen gesamt	-6,33	-7,70	-8,37	-7,61	-7,67	-7,73	-7,78	-7,84	
Investitionen in OAV	-4,28	-5,70	-6,48	-6,58	-6,59	-6,61	-6,62	-6,63	
Investitionen in WC	-2,06	-2,00	-1,89	-1,04	-1,08	-1,12	-1,16	-1,21	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	7,19	6,18	5,10	6,32	6,75	7,20	7,66	8,15	110,22
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	92,20	94,59							
Barwert expliziter FCFs	32,99	29,87							
Barwert des Continuing Value	59,22	64,71							
Nettoschulden (Net debt)	45,43	42,71							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	46,77	51,88							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	46,77	51,88							
Ausstehende Aktien in Mio.	4,400	4,400							
Fairer Wert der Aktie in EUR	10,63	11,79							

Kapitalkostenermittlung :	
risikolose Rendite	3,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,56
Eigenkapitalkosten	11,6%
Zielgewichtung	60,0%
Fremdkapitalkosten	7,5%
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%	
3,9%	1,43	0,94	0,54	0,20	-0,10	-0,35	-0,57	-0,76	-0,93	
5,9%	6,00	5,01	4,18	3,48	2,88	2,36	1,91	1,51	1,16	
7,9%	10,58	9,08	7,82	6,76	5,85	5,06	4,38	3,78	3,25	
9,9%	15,16	13,14	11,46	10,04	8,82	7,77	6,85	6,05	5,34	
11,9%	19,74	17,21	15,10	13,32	11,79	10,47	9,33	8,32	7,43	
13,9%	24,32	21,28	18,74	16,60	14,76	13,18	11,80	10,59	9,52	
15,9%	28,89	25,34	22,38	19,88	17,74	15,89	14,28	12,86	11,61	
17,9%	33,47	29,41	26,02	23,16	20,71	18,59	16,75	15,13	13,71	
19,9%	38,05	33,48	29,66	26,44	23,68	21,30	19,22	17,40	15,80	

Fazit - Weiterhin deutliches Potential nach Kursziel- erhöhung

Die Greiffenberger AG wies ein fulminantes Wachstum im ersten Halbjahr 2010 auf und hat damit unsere Erwartungen deutlich übertroffen. Bei den beiden Tochtergesellschaften ABM und Eberle belebte sich die Nachfrage auf breiter Front und führte somit auf Konzernebene zu einer dynamischen Umsatzentwicklung in der ersten Jahreshälfte. Gleichzeitig hatte die Umsatzausweitung in Verbindung mit den gestrafften Kostenstrukturen einen eindrucksvollen Anstieg der Profitabilität zur Folge. Die EBITDA-Marge lag im ersten Halbjahr 2010 bereits wieder bei 10,6 % und damit nicht mehr weit entfernt von den Vorkrisenniveaus.

Erfreulich entwickelten sich auch die Auftragseingänge. Das Book-to-Bill Ratio betrug zum Halbjahr 2010 deutlich über 1 und indiziert weiteres Wachstum in den kommenden Quartalen. Das über den Erwartungen liegende erste Halbjahr 2010 sowie die derzeitige Auftragslage haben uns dazu veranlasst die Umsatz- und Ergebnisschätzungen für das laufende Geschäftsjahr 2010 nach oben anzupassen. Nunmehr sieht unsere Prognose einen Umsatzzuwachs auf 135,50 Mio. € (bisher: 127,00 Mio. €) sowie ein EBITDA von über 15 Mio. € (VJ: 10,24 Mio. €) vor. Das erwartete 2010er KGV bewegt sich mit rund 8,7 auf einem attraktiven Niveau. Zudem haben wir die Schätzungen für das kommende Geschäftsjahr 2011 erhöht.

Nachdem das vergangene Geschäftsjahr 2009 Spuren in der Bilanz der Greiffenberger AG hinterlassen hat, hellte sich das bilanzielle Bild im ersten Halbjahr 2010 wieder auf. Die Eigenkapitalquote stieg per Ende Juni 2010 auf knapp 22 %. Die Gesellschaft verfolgt hier weiterhin eine Zielquote von 33 %. Weitere Erfolge konnten zudem bei der Rückführung der Nettoverschuldung erzielt werden. Diese konnte im Vergleich zum Jahresende 2009 um weitere 1,3 Mio. € auf 35,1 Mio. € abgebaut werden. Hierzu beigetragen hat neben dem deutlich positiven Ergebnis auch ein moderates Investitionsvolumen sowie ein gutes Working Capital Management.

Infolge der starken Halbjahreszahlen 2010 haben wir unsere Schätzungen für 2010 sowie 2011 nach oben revidiert. Zudem haben wir auf die neue Basis 2011 rolliert. Daher haben wir im Rahmen unseres DCF-Modells einen neuen fairen Wert für die Aktie der Greiffenberger AG in Höhe von 11,79 € (bisher: 9,57 €) ermittelt. Trotz der guten Kursentwicklung in den vergangenen Wochen sehen wir damit noch weiteres Kurspotential für die Aktie der Greiffenberger AG. Wir vergeben daher weiterhin das Rating Kaufen.

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