



Researchstudie (Anno)



Deutliches Umsatzwachstum in 2010 - Sondereffekte belasten

Kursziel: 10,94 €

Rating: Kaufen

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

Greiffenberger AG ^{*5,7}

Kursziel: 10,94

aktueller Kurs: 7,81
26.4.2011 / FFM

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005897300

WKN: 589730

Börsenkürzel: GRF

Aktienanzahl³: 4,839

Marketcap³: 37,79
EnterpriseValue³: 85,69
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 36,0 %

Transparenzlevel:
General Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
Donner & Reuschel AG

Analysten:

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Unternehmensprofil

Branche: Industrie

Fokus: Antriebstechnik, Sägeblätter/ Bandstahl,
Kanalsanierungstechnologie

Mitarbeiter: 947 Stand: 31.12.2010

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 Tochterunternehmen 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 Velten ist im Bereich der Kanalsanierungstechnologie tätig. Börsennotiert ist die Greiffenberger AG seit dem Jahr 1986.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011e	31.12.2012e
Umsatz	107,22	139,90	152,00	160,00
EBITDA	1,07	14,39	14,72	17,00
EBIT	-5,62	7,73	8,12	10,30
Jahresüberschuss	-7,50	1,84	2,90	4,83

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-1,70	0,41	0,60	1,00
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,81	0,61	0,56	0,54
EV/EBITDA	80,95	5,96	5,82	5,04
EV/EBIT	-15,41	11,07	10,55	8,32
KGV	neg.	20,54	13,03	7,82
KBV		1,34		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

02.05.2011: Veröffentlichung Q1-Bericht
03.05.2011: EGSK
29.06.2011: Hauptversammlung
24.08.2011: Veröffentlichung HJ-Bericht
07.11.2011: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffentl. / Kursziel in EUR / Rating

29.3.2011: RS / 11,79 / KAUFEN
7.12.2010: RG / 11,79 / KAUFEN
1.9.2010: RS / 11,79 / 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

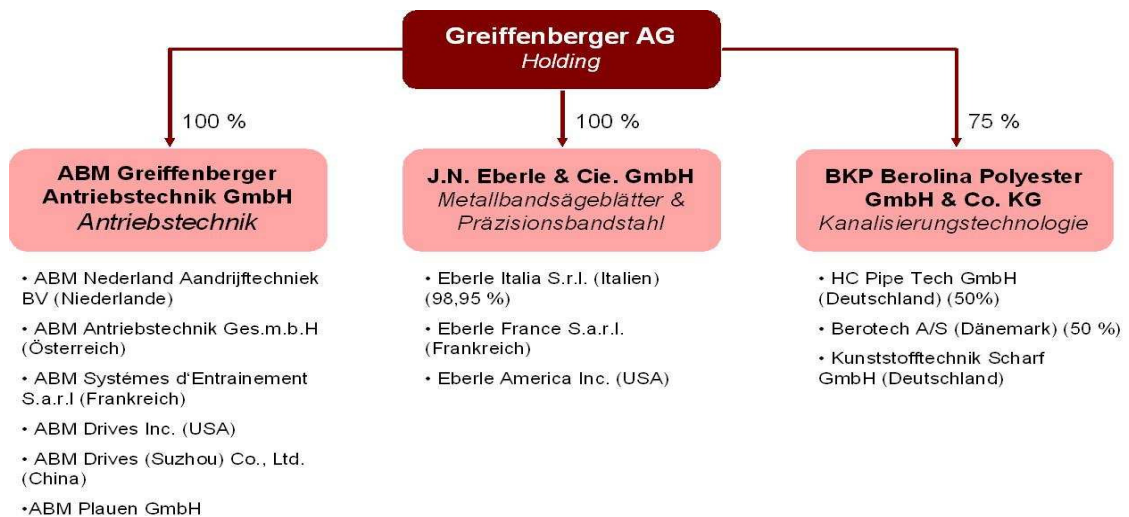
Unternehmen	
Profil.....	1
Aktionärsstruktur.....	1
Markt und Marktumfeld	2
Unternehmensentwicklung & Prognose	
Zahlen im Überblick.....	4
Geschäftsentwicklung 2010.....	5
Umsatzentwicklung.....	5
Ergebnisentwicklung.....	6
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	8
SWOT-Analyse.....	9
Prognose und Modellannahmen.....	10
Bewertung/ Fazit	
DCF-Bewertung.....	12
Modellannahmen.....	12
Bestimmung der Kapitalkosten.....	12
Bewertungsergebnis.....	12
Fazit	14
Anhang	
Disclaimer und Haftungsausschluss	II
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	IV

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 Velten ist im Bereich der Kanalsanierungstechnologie tätig. Börsennotiert ist die Greiffenberger AG seit dem Jahr 1986.

Das nachstehende Schaubild zeigt die Unternehmensstruktur der Greiffenberger AG:

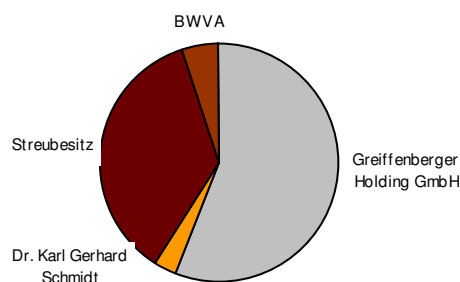


Quelle: Greiffenberger, GBC

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	31.12.2009	31.12.2010
Greiffenberger Holding GmbH	61,34 %	55,77 %
BWVA	0,00 %	5,17 %
Dr. Karl Gerhard Schmidt	11,36 %	3,10 %
Streubesitz	27,30 %	35,96 %
Summe	100,0 %	100,0 %

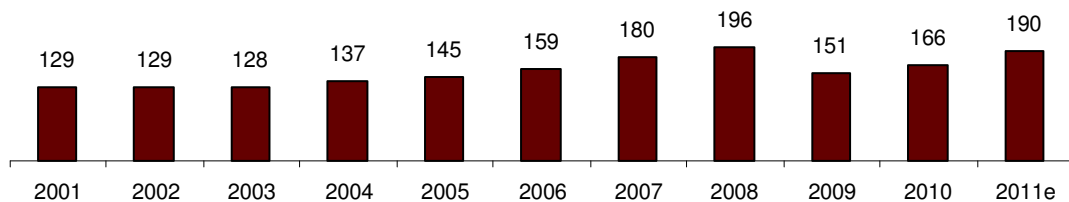
Aktionärsstruktur zum 31.12.2010



Markt und Marktumfeld

Der deutsche Maschinen- und Anlagenbau konnte sich nach dem deutlichen Einbruch im Jahr 2009 im abgelaufenen Jahr 2010 wieder deutlich erholen. Dabei entwickelte sich die Branche deutlich dynamischer als noch zu Beginn des Jahres erwartet wurde. Insgesamt verzeichnete die reale Produktion in 2010 laut dem Verband Deutscher Maschinen- und Anlagenbau (VDMA) einen Zuwachs um 9,4 % auf 166 Mrd. €. Allerdings ist die Produktion damit immer noch rund 16 % von dem Vorkrisenniveau entfernt. Der deutsche Maschinenexport erreichte einen Wert in Höhe von 124,8 Mrd. € nach 110,9 Mrd. € im Vorjahr. Der deutsche Maschinen- und Anlagenbau war mit 908.000 Beschäftigten im Jahr 2010 somit weiterhin der größte industrielle Arbeitgeber in Deutschland.

Produktionswert deutscher Maschinenbau (in Mrd. €)



Quelle: VDMA, GBC

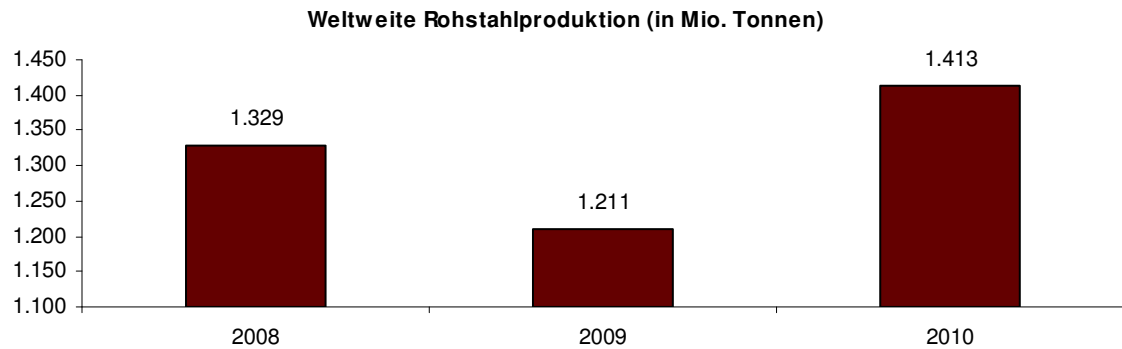
Der VDMA zeigt sich in seiner aktuellen Prognose zuversichtlich, dass sich der deutsche Maschinen- und Anlagenbau auch im laufenden Jahr 2011 positiv entwickeln wird. Gemäß dem VDMA wird ein Anstieg des Produktionsvolumens um 14 % auf 190 Mrd. € erwartet. Zuvor war der VDMA noch von einem niedrigeren Wachstum von 10 % für 2011 ausgegangen. Die Anhebung der Prognose ist auch auf die hervorragende Entwicklung der Ordereingänge in den ersten beiden Monaten zurückzuführen. Im Zeitraum Januar bis Februar 2011 lagen die Auftragseingänge bereits um 42 % über dem vergleichbaren Vorjahresniveau.

Im Sektor Antriebstechnik konnten die Auftragseingänge in 2010 um 70 % deutlich zulegen, wobei die Auftragseingänge aus dem Ausland mit 75 % noch stärker anstiegen als im Inland. Die gesamten Ausfuhren im Fachzweig Antriebstechnik beliefen sich im Jahr 2010 auf 37,4 Mrd. €. Mit einem Weltmarktanteil von 26,0 % belegt Deutschland hier den ersten Rang gefolgt von Japan und China.

Der Weltmarkt für Windenergieanlagen wird laut VDMA nach einem Rückgang bei Neuinstallationen von rund 6,5 % in 2010, im laufenden Jahr wieder in einem hohen einstelligen Bereich wachsen und sich damit wieder auf dem Rekordniveau von 2009 bewegen. Für 2012 sollte die globale Windindustrie gemäß VDMA dann erneut deutlich zweistellig zulegen. Der deutsche Markt wird im laufenden Jahr 2011 mit einer erwarteten Installationsmenge von rund 1.800 Megawatt im Vergleich zu 1.550 Megawatt in 2010 ebenfalls wieder ein Wachstum verzeichnen können. In Abhängigkeit der Entwicklung der Förderung sowie des Ausbaus der Offshore-Windenergie wird sich die positive Entwicklung der Windkraftbranche laut VDMA auch in 2012 fortsetzen.

Als einen guten Indikator für die Entwicklung der Weltkonjunktur und auch als geeigneten Vergleichsmaßstab für die Entwicklung von Eberle erachten wir den weltweiten Rohstahlverbrauch, der durch die World Steel Association (WSA) ermittelt wird. Demnach stieg die weltweite Stahlproduktion in 2010 um 15 % auf 1.414 Mio. Tonnen an und erreichte damit ein neues Rekordniveau. Dabei erzielten sowohl die EU und Nordamerika als auch die Region Asien zweistellige Wachstumsraten.

Das nachfolgende Schaubild zeigt die Entwicklung der weltweiten Rohstahlproduktion für den Zeitraum 2008 bis 2010.



Quelle: WSA, GBC

Die weltweite Produktion von Rohstahl ist im Februar 2011 gemäß der WSA im Vergleich zum Vorjahr um 8,8% auf 116,6 Mio. Tonnen angestiegen. Dies stellt gleichzeitig einen neuen Rekordwert für den Monat Februar dar. Getrieben wurde diese Entwicklung durch eine höhere Nachfrage im Zuge der sich weiter erholenden Weltwirtschaft. Fast alle wichtigen stahlproduzierenden Regionen trugen dabei zum Produktionszuwachs bei.

Neben China und anderen asiatischen Ländern war das Wachstum besonders ausgeprägt in den Nicht-EU-Staaten in Europa (z.B. Türkei). Die globale Kapazitätsauslastung stieg auf 82% und damit auf den höchsten Stand seit Mai 2010.

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2009	in % vom Umsatz	GJ 2010	in % vom Umsatz	GJ 2011e	in % vom Umsatz	GJ 2012e	in % vom Umsatz
Umsatzerlöse	107,219	100,00%	139,896	100,00%	152,000	100,00%	160,000	100,00%
sonstige Erträge	3,980	3,71%	3,252	2,32%	2,700	1,78%	3,200	2,00%
Bestandsveränderung	-4,903	-4,57%	1,371	0,98%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
andere aktivierte Eigenleistung	0,506	0,47%	0,735	0,53%	0,500	0,33%	0,500	0,31%
Gesamtleistung	106,801	99,61%	145,254	103,83%	155,200	102,11%	163,700	102,31%
Materialaufwand	-49,808	-46,45%	-67,298	-48,11%	-74,480	-49,00%	-78,400	-49,00%
Personalaufwand	-40,805	-38,06%	-46,003	-32,88%	-47,500	-31,25%	-49,800	-31,13%
Aufwand für planmäßige Abschreibungen	-6,698	-6,25%	-6,656	-4,76%	-6,600	-4,34%	-6,700	-4,19%
andere Aufwendungen	-15,115	-14,10%	-17,561	-12,55%	-18,500	-12,17%	-18,500	-11,56%
EBIT	-5,625	-5,25%	7,735	5,53%	8,120	5,34%	10,300	6,44%
Finanzergebnis	-5,628	-5,25%	-4,710	-3,37%	-4,500	-2,96%	-3,500	-2,19%
Ergebnis vor Gewinnsteuern	-11,253	-10,50%	3,025	2,16%	3,620	2,38%	6,800	4,25%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	3,753	3,50%	-1,182	-0,84%	-0,724	-0,48%	-1,972	-1,23%
Ergebnis nach Steuern	-7,500	-6,99%	1,843	1,32%	2,896	1,91%	4,828	3,02%

	GJ 2009	GJ 2010	GJ 2011e	GJ 2012e
EBITDA	1,07	14,39	14,72	17,0
in % von der Gesamtleistung	1,0	10,3	9,68	10,6
EBIT	-5,63	7,74	8,12	10,3
in % von der Gesamtleistung	Neg.	5,5	5,3	6,4
Aktienanzahl in Mio. Stück	4,40	4,84	4,84	4,84
Ergebnis je Aktie in €	-1,70	0,41*	0,60	1,00
Dividende je Aktie in €	0,00	0,00	0,00	0,00

*Auf Basis der durchschnittlich gewichteten Aktienanzahl

Geschäftsentwicklung 2010 - Umsatzwachstum von über 30 %

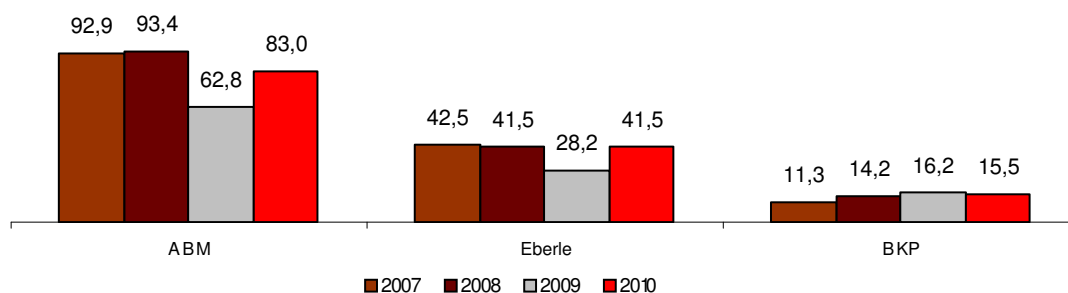
in Mio. €	GJ 2009	Δ 2009/2010	GJ 2010
Umsatzerlöse	107,22	+30,5 %	139,90
EBITDA	1,07	+1242,0 %	14,39
EBITDA-Marge	1,0 %	+9,3 Pp.	10,3 %
EBIT	-5,63	K. A.	7,74
EBIT-Marge	Neg.	K. A.	5,5 %
Jahresüberschuss	-7,50	K. A.	1,84
EPS in €	-1,70	K. A.	0,41

Quelle: Greiffenberger; GBC

Umsatzentwicklung - ABM und Eberle mit deutlichen Umsatzzuwächsen

Die Greiffenberger AG veröffentlichte Ende April 2011 die endgültigen Zahlen für das Geschäftsjahr 2010. Demnach konnten die Tochterunternehmen von der anziehenden Konjunktur profitieren und erzielten auf Konzernebene eine deutliche Steigerung bei den Umsatzerlösen auf 139,9 Mio. €. Dies entspricht einem Zuwachs von 30,5 % gegenüber der Vorjahresperiode. Während die beiden größten Tochterunternehmen ABM und Eberle einen deutlichen Umsatzanstieg um 32,2 % auf 83,0 Mio. € respektive um 47,2 % auf 41,5 Mio. € im Gesamtjahr 2010 verzeichnen konnten, entwickelte sich der Umsatz bei der auf Kanalsanierungen spezialisierten BKP mit -4,3 % auf 15,5 Mio. € leicht rückläufig.

Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: Greiffenberger; GBC

Die bisher schon hohe Exportquote konnte in 2010 insgesamt um weitere 5 Prozentpunkte auf 59 % ausgeweitet werden. Starke Wachstumsraten waren in China (Umsatzanteil: 9,5 %), Nordamerika (Umsatzanteil: 7,8 %) und Osteuropa (Umsatzanteil: 7,1 %) zu verzeichnen.

Erfreulich entwickelten sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 die Ordereingänge. Auf Konzernebene stiegen die Auftragseingänge um 58,3 % auf 160,4 Mio. € an. Die Book-to-Bill-Ratio belief sich folglich zum Jahresende bei 1,15 und sollte eine hohe Kapazitätsauslastung in den kommenden Quartalen gewährleisten. Insbesondere im dritten und vierten Quartal lagen die Ordereingänge mit 37,4 Mio. € respektive 38,4 Mio. € auf einem hohen Niveau.

Positiv bei der Tochtergesellschaft ABM werten wir die Tatsache, dass in 2010 bereits fast 20 % der Umsätze im Bereich der erneuerbaren Energien erzielt wurden. Hier sind neben Motoren für Elektromobile und Biomasse-Heizungen vor allem die Antriebe für Windkraftträder zu nennen. ABM beliefert im Windkraftbereich nach unserer Schätzung derzeit eine einstellige Anzahl an Kunden. Die Kundenbasis soll in Zukunft sukzessive ausgebaut werden. Durch die politisch geplante Energiewende wird nach den ersten veröffentlichten Strategiepapieren insbesondere die Windkraft profitieren, so dass der Umsatz der ABM in diesem Bereich von rund 5 Mio. € in den nächsten Jahren weiter ansteigend verlaufen sollte.

Die Auftragseingänge mit den Kunden aus den bewährten Branchen Gabelstapler, Hebe-kräne, Textilmaschinen und dem allgemeinen Maschinenbau erholten sich im Jahresverlauf deutlich und waren mitverantwortlich für den dynamischen Umsatzanstieg bei ABM. Des Weiteren wurden ABM-Produkte in 2010 erstmalig im Bereich der Lagerlogistik eingesetzt. Hier wurden bei zwei großen Kundenprojekten die Förderbänder mit Antrieben von ABM ausgestattet.

Auf ein sehr erfolgreiches Geschäftsjahr kann die in Augsburg ansässige Eberle zurückblicken. Die Umsätze stiegen im abgelaufenen Geschäftsjahr massiv um 47,2 % auf 41,5 Mio. € (VJ: 28,2 Mio. €) an. Die Exportquote lag mit 92 % (VJ: 90 %) weiterhin auf einem sehr hohen Niveau.

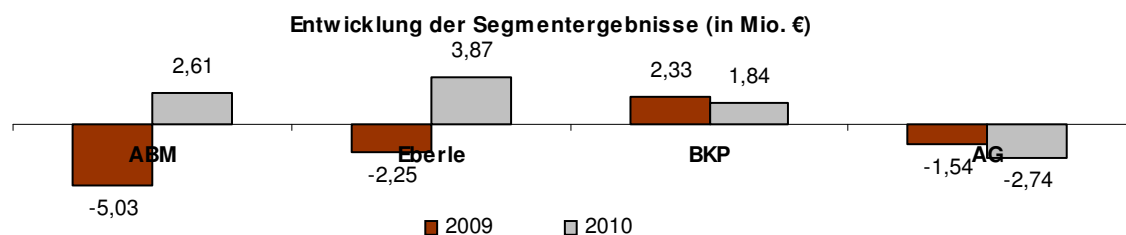
Der Umsatzrückgang des Tochterunternehmens BKP von 16,2 Mio. € in 2009 auf 15,5 Mio. € in 2010 ist vor allem im Zusammenhang mit widrigen Witterungsbedingungen zu Jahresbeginn sowie durch den in der Zwischenzeit vollzogenen Umzug in die neue Produktionshalle in Velten zu sehen. Aufgrund des Umzugs wurden hier die Vertriebsaktivitäten in 2010 teilweise zurückgefahren. Die Investitionen bei BKP lagen in 2010 mit rund 6,5 Mio. € auf einem sehr hohen Niveau. Dadurch wurden die Produktionskapazitäten am Standort Velten für die Berolina-Liner um rund 50 % erhöht. Gleichzeitig wurden die notwendigen Kapazitäten geschaffen, um den Bereich der Rohrummantelung weiter auszubauen. Die Schutzmäntel sind unter anderem bei den Erdgasleitungen der Ostseepipeline-anbindungsleitung im Einsatz.

Ergebnisentwicklung - Sondereffekte belasten den Jahresüberschuss

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) belief sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 auf 14,39 Mio. € und lag damit nur leicht unter unserer Schätzung von 15,05 Mio. €.

Die Materialaufwandsquote verringerte sich in 2010 leicht auf 46,33 % (VJ: 46,63 %). Allerdings wurde das operative Ergebnis durch eine Reihe von Sonderfaktoren belastet. Der Umzug der BKP, eingeleitete Restrukturierungsmaßnahmen bei der ABM Niederlande sowie Gewährleistungsrückstellungen bei der ABM führten hier zu einem einmaligen Aufwand von mehr als 1 Mio. €.

Unter Berücksichtigung der Abschreibungen von 6,66 Mio. € (VJ: 6,70 Mio. €) lag das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) mit 7,73 Mio. € (VJ: -5,63 Mio. €) wieder deutlich im positiven Bereich. Damit konnte die EBIT-Marge (2010: 5,53 %) jedoch noch nicht wieder die Werte der Jahre 2006 bis 2008 erreichen. Dies erklärt sich vor allem durch die ABM, die in 2010 eine EBIT-Marge von 3,1 % erzielte.



Quelle: Greiffenberger; GBC

Der Zinsaufwand für langfristige Personalrückstellungen, vor allem für Pensionen, wurde im Gesamtjahr 2010 im Finanzergebnis ausgewiesen. Bislang war der Zinsaufwand für langfristige Personalrückstellungen in den Personalaufwendungen enthalten. Durch diese Umgliederung verschlechterte sich das Finanzergebnis um knapp 0,8 Mio. €. Aufgrund dieses Effektes betrug das Finanzergebnis -4,71 Mio. € (VJ: -5,63 Mio. €). Wir hatten hier mit einem besseren Finanzergebnis in Höhe von -3,8 Mio. € gerechnet. Wie in den Vorjahren wurde der Minderheitenanteil der BKP mit -0,35 Mio. € im Finanzergebnis erfasst.

Der Steueraufwand wurde des Weiteren durch eine nicht liquiditätswirksame Anpassung der latenten Steuern belastet, was die optisch hohe Steuerquote auf Konzernebene von knapp 40 % erklärt. Der tatsächliche Steueraufwand betrug lediglich -0,22 Mio. €.

Aufgrund dieser beschriebenen zahlreichen Sondereffekte lag der Jahresüberschuss mit 1,72 Mio. € deutlich unter unserer Schätzung von 3,81 Mio. €. Bei Bereinigung um die Sondereffekte und unter Annahme einer Steuerquote von 30 % hätte sich der Jahresüberschuss auf rund 3,2 Mio. € belaufen.

Positiv werten wir den operativen Cash Flow in Höhe von rund 12 Mio. € (unter Berücksichtigung der Zinserträge und Zinsaufwendungen), der die Ertragskraft zeigt. Hier finden neben dem positiven operativen Ergebnis auch die teilweise nicht-liquiditätswirksamen Sondereffekte sowie das gute Working Capital Management ihren Ausdruck.

Bilanzielle und finanzielle Situation - Nettoverschuldung weiter abgebaut

in Mio. €	GJ 2009	GJ 2010
Eigenkapital	23,44	28,22
EK-Quote	20,6 %	23,2 %
Nettoverschuldung	37,43	34,90
Operatives Anlagevermögen	52,32	56,94
Net Working Capital	19,95	19,14

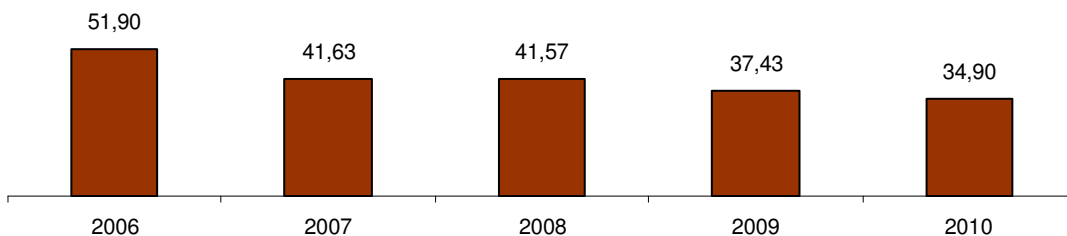
Quelle: Greiffenberger; GBC

Die Bilanzrelationen der Greiffenberger AG haben sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 weiter verbessert. Die Eigenkapitalquote stieg per Ende Dezember 2010 auf 23,2 % an (31.12.2009: 20,6 %). Das Eigenkapital erhöhte sich infolge des Jahresüberschusses sowie der im September 2010 erfolgreich durchgeführten Kapitalerhöhung um knapp 5 Mio. € auf 28,22 Mio. € zum 31.12.2010.

Die Aktivseite der Bilanz wird weiterhin dominiert vom Sachanlagevermögen. Das Sachanlagevermögen stieg aufgrund der Investitionen von mehr als 10 Mio. € auf 54,28 Mio. €. Rund 4 Mio. € wurden dabei im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 in den Neubau der BKP investiert. Die Investitionen von knapp 1,8 Mio. € in das immaterielle Anlagevermögen betreffen vor allem die anteilige Aktivierung einer neuen ERP-Software bei der Tochtergesellschaft ABM.

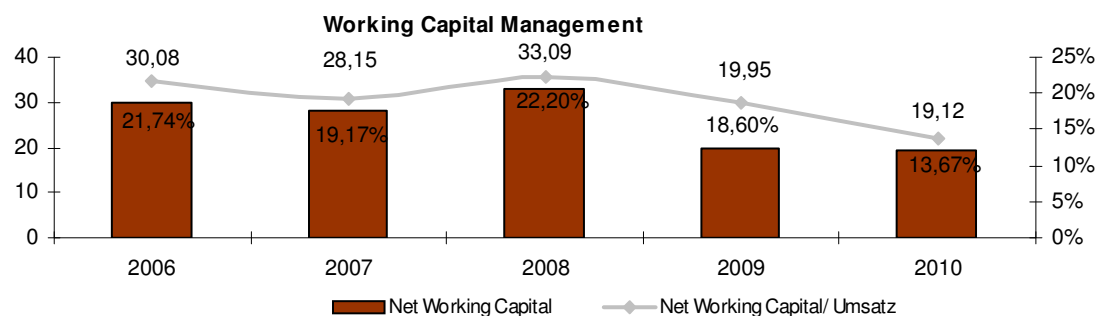
Fortschritte konnten auf der Verschuldungsebene erreicht werden. Die Nettoverschuldung konnte das vierte Jahr in Folge weiter abgebaut werden. Gegen Ende 2011 lag die Nettoverschuldung bei 34,9 Mio. € und konnte damit seit Ende 2006 um 17 Mio. € reduziert werden. Der freie Cash Flow (unter Berücksichtigung der Zinszahlungen) fiel zwar aufgrund der hohen Investitionen mit rund -0,5 Mio. € leicht negativ aus. Allerdings konnte die Nettoverschuldung dank des Mittelzuflusses aus der Kapitalmaßnahme von rund 3,1 Mio. € weiter zurückgeführt werden.

Entwicklung Nettoverschuldung (in Mio. €)



Quelle: Greiffenberger; GBC

Die bereits im Geschäftsjahr 2009 initiierten strukturellen Maßnahmen zur Verbesserung des Working Capital Managements bei den einzelnen Tochtergesellschaften haben sich als nachhaltig erwiesen und mit dazu beigetragen, dass das Net Working Capital trotz des deutlichen Umsatzanstiegs sogar gesenkt werden konnte. Als Konsequenz ist auch die Kennzahl Net Working Capital zu Umsatz in 2010 nochmals deutlich zurückgegangen und erreichte hier den tiefsten Stand seit 2006.



SWOT - ANALYSE Greiffenberger AG

Stärken

- Tochterunternehmen besetzen technologisch führende Positionen in Marktnischen
- Stille Reserven bei den Immobilien in Augsburg und Marktredwitz
- Konzernverschuldung konnte in den vergangenen Jahren dank des positiven freien Cash Flows deutlich gesenkt werden
- Breit diversifizierter und langjähriger Kundenstamm
- Internationale Positionierung der Tochterunternehmen
- Langfristige Konzernfinanzierung zu attraktiven Konditionen
- Gute Marktstellung im Bereich der Regenerativen Energien

Schwächen

- Geringe Eigenkapitalquote
- Hohe Zinszahlungen belasten den Jahresüberschuss
- Nur geringe Synergieeffekte zwischen den Tochterunternehmen

Chancen

- Weitere Reduzierung der Nettoverschuldung und Erhöhung der Eigenkapitalquote ermöglichen Wiederaufnahme einer Dividendenzahlung
- Ausbau der Umwelttechnologie und Energieeffizienz
- Bestehende Produktionskapazitäten können ein deutlich höheres Umsatzniveau stemmen

Risiken

- Konjunkturelle Eintrübung der globalen Wirtschaft
- Anstieg der Preise für wichtige Rohstoffe belasten den Materialaufwand

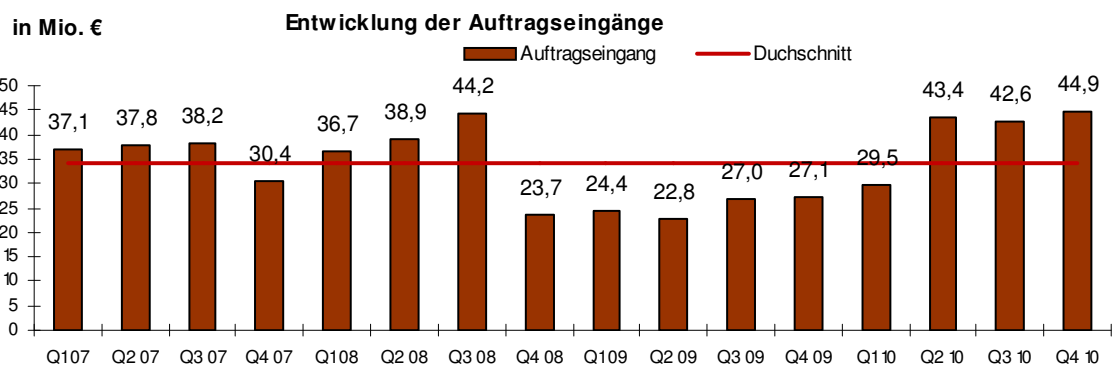
Prognose und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 2010	GJ 2011e (alt)	GJ 2011e (neu)	GJ 2012e
Umsatzerlöse	139,90	140,00	152,00	160,00
EBITDA (Marge)	14,39 (10,3 %)	15,69	14,72 (9,7 %)	17,0 (10,6 %)
EBIT (Marge)	7,74 (5,5 %)	9,09	8,12 (5,3 %)	10,30 (6,4 %)
Jahresüberschuss	1,84	4,52	2,90	4,83
EPS	0,41	0,93	0,60	1,00

Quelle: GBC

Umsatzprognosen - Umsatzwachstum von 5,3 % in 2011 erwartet

Für das laufende Geschäftsjahr 2011 gehen wir auf Konzernebene von einem weiteren Umsatzanstieg um 5,3 % auf dann 152,00 Mio. € aus. Dabei sollte das Wachstum von allen Tochtergesellschaften getragen werden. Die Ordereingänge bewegen sich seit dem zweiten Quartal 2010 auf einem hohen Niveau und untermauern unsere Annahme. Auch im ersten Quartal 2011 rechnen wir mit einem anhaltend guten Auftragseingang.



Besonders im ersten Quartal 2011 sollte eine hohe Wachstumsdynamik zu beobachten sein, die sich dann jedoch im weiteren Jahresverlauf abschwächt. Im ersten Quartal 2010 lag der Umsatz bei nur 28,6 Mio. €, so dass der Basiseffekt entsprechend hoch ausfällt.

Den Umsatz bei ABM sehen wir in 2011 weiter ansteigend auf 90,0 Mio. €. Dabei profitiert die ABM von den hohen Auftragsbeständen zu Jahresbeginn und einer sich nach unserer Einschätzung weiterhin robusten Konjunktur. Wachstum erwarten wir zudem in Bereichen der regenerativen Energie (Windkraft, Elektromobilität und Biomasseheizungen).

Die BKP sollte nach unserer Schätzung den Umsatz in 2011 auf 17,5 Mio. € steigern. Nach dem nun erfolgten Umzug in die neue Produktionsstätte nach Velten verfügt die Gesellschaft über deutlich erhöhte Kapazitäten. Dies sollte sich sowohl im Kerngeschäftsfeld Kanalsanierung als auch im Bereich der Rohrummantelung positiv auf der Umsatzseite auswirken.

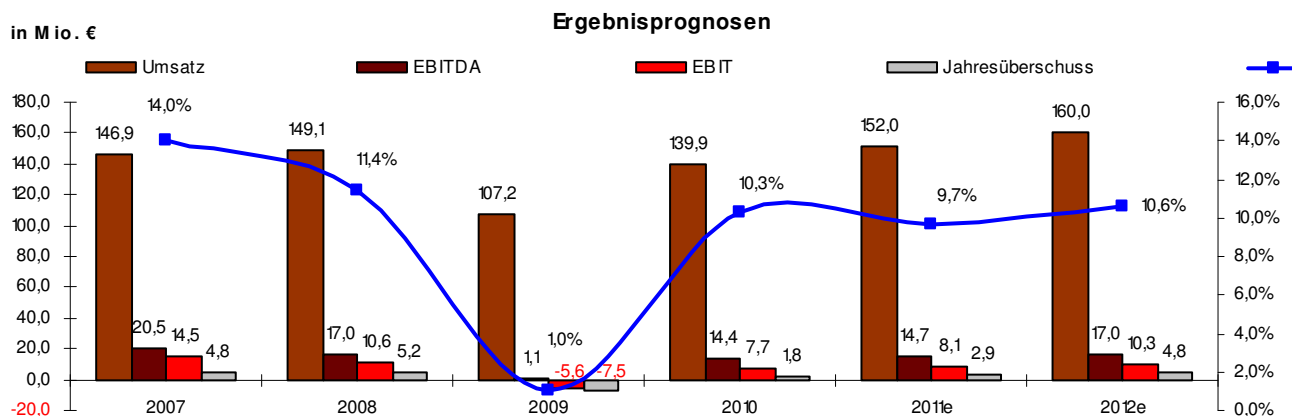
Bei Eberle rechnen wir mit einem Umsatzzuwachs auf 44,5 Mio. € für 2011. In den USA wurde im abgelaufenen Jahr zusammen mit einem Partner ein Schneidezentrum für Bandstahl aufgebaut. Unterstützt durch die gute Konjunktur konnte der Umsatz bei Bandstahl in den USA verdoppelt werden. Dieser positive Trend sollte sich in 2011 fortsetzen. Zudem wurden durch die Übernahme der Vermögensgegenstände der MHPS Handschuh die Kapazitäten im Hartmetallsägeblätter deutlich ausgebaut. Infolge der besseren Positionierung von Eberle im Bereich der Premium-Sägeblätter erwarten wir in 2011 zusätzliche Umsatzimpulse.

Ergebnisprognosen - Steigende Rohstoffpreise belasten das Ergebnis

Unsere Ergebnisschätzungen haben wir für das laufende Geschäftsjahr 2011 leicht nach unten angepasst. Nunmehr erwarten wir ein EBITDA für 2011 von 14,72 Mio. € (bisher: 15,70 Mio. €), was einer EBITDA-Marge von 9,7 % entspricht.

Vor allem die teilweise sehr deutlich gestiegenen Preise für wichtige Rohstoffe und Materialien (bspw. Stahl, Aluminium, Kupfer, Harz) in den vergangenen Monaten werden sich in höheren Materialaufwendungen bemerkbar machen. Gleichzeitig gehen wir nicht davon aus, dass die Tochterunternehmen die gestiegenen Preise in 2011 vollumfänglich an die Kunden weitergeben können. Bei den Personalaufwendungen und den sonstigen betrieblichen Aufwendungen erwarten wir dagegen keinen überproportionalen Anstieg der Aufwandsquote. Zudem wird die eingeleitete Montageoptimierung bei ABM hinsichtlich Prozessverbesserungen und Durchlaufzeiten erst in 2012 ihre volle Wirkung entfalten.

In der nachstehenden Graphik sind unsere angepassten Umsatz- und Ergebnisschätzungen für die beiden Geschäftsjahre 2011 und 2012 veranschaulicht.



Die Abschreibungen werden sich in 2011 erwartungsgemäß mit 6,60 Mio. € auf Vorjahreshöhe bewegen. In den vergangenen beiden Jahren investierte der Konzern eine hohe Summe von rund 20 Mio. €. Das Finanzergebnis wird im laufenden Geschäftsjahr 2011 mit -4,50 Mio. € geringfügig besser ausfallen als im Vorjahr. Hier profitiert die Gesellschaft davon, dass bis Mitte des Jahres rund 6 Mio. € des KfW-Darlehens vorzeitig zurückgeführt werden. Dies wird zu einer entsprechenden Verkürzung der Bilanzsumme sowie einer Entlastung beim Zinsdienst führen.

Unter Berücksichtigung der Verlustvorträge bei ABM und Eberle sollte die Konzernsteuerquote bei 20,0 % liegen. Daher rechnen wir für 2011 mit einem Jahresüberschuss in Höhe von 2,90 Mio. € (bisher: 4,52 Mio. €), was einem Gewinn je Aktie von 0,60 € (bisher: 0,93 €) entspricht.

Eine weitere Verbesserung erwarten wir in 2011 bei der Reduzierung der Nettoverschuldung. Da die Investitionen unter den Abschreibungen liegen werden und nur von einem moderaten Anstieg des Working Capital auszugehen ist, sollte es gelingen, die Nettoverschuldung von 34,9 Mio. € per Ende Dezember 2010 um weitere 2 bis 3 Mio. € im Jahresverlauf zu 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 2011 und 2012 in Phase 1, erfolgt von 2013 bis 2018 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei haben wir Steigerungen beim Umsatz von 4,0 % angenommen. Als Ziel EBIT-DA-Marge haben wir 10,6 % (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 % sowie eine Steuerquote von 29,0 %. Dividendenzahlungen haben wir bislang noch nicht im 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 3,25 % (bisher: 3,00 %).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % 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 1,56.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,8 % (bisher: 11,6 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 60 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,4 % (bisher: 9,3 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,4 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2011 entspricht als Kursziel 10,94 €.

Damit haben wir das bisherige Kursziel von 11,79 € nach unten korrigiert. Diese Anpassung berücksichtigt dabei unsere gesenkten Prognosen.

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	10,6%	ewige EBITA - Marge	7,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	12,0%	effektive Steuerquote im Endwert	29,0%
Working Capital zu Umsatz	15,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	
Umsatz (US)	152,00	160,00	166,40	173,06	179,98	187,18	194,66	202,45	
US Veränderung	8,7%	5,3%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,70	2,86	2,97	3,08	3,20	3,32	3,45	3,58	
EBITDA	14,72	17,00	17,69	18,40	19,13	19,90	20,69	21,52	
EBITDA-Marge	9,7%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	
EBITA	8,12	10,30	10,99	11,70	12,42	13,17	13,95	14,77	
EBITA-Marge	5,3%	6,4%	6,6%	6,8%	6,9%	7,0%	7,2%	7,3%	7,3%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-1,62	-2,99	-3,19	-3,39	-3,60	-3,82	-4,05	-4,28	-4,28
EBI (NOPLAT)	6,50	7,31	7,80	8,31	8,82	9,35	9,91	10,49	
Kapitalrendite	8,5%	9,3%	9,8%	10,3%	10,7%	11,2%	11,7%	12,2%	12,3%
Working Capital (WC)	22,00	24,00	24,96	25,96	27,00	28,08	29,20	30,37	
WC zu Umsatz	14,5%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	
Investitionen in WC	-2,88	-2,00	-0,96	-1,00	-1,04	-1,08	-1,12	-1,17	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	56,40	56,00	56,00	56,11	56,22	56,34	56,45	56,56	
AFA auf OAV	-6,60	-6,70	-6,70	-6,70	-6,70	-6,71	-6,72	-6,74	-6,75
AFA zu OAV	11,7%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	
Investitionen in OAV	-6,06	-6,30	-6,70	-6,81	-6,82	-6,84	-6,85	-6,86	
Investiertes Kapital	78,40	80,00	80,96	82,07	83,22	84,41	85,65	86,93	
EBITDA	14,72	17,00	17,69	18,40	19,13	19,90	20,69	21,52	
Steuern auf EBITA	-1,62	-2,99	-3,19	-3,39	-3,60	-3,82	-4,05	-4,28	
Investitionen gesamt	-8,93	-8,30	-7,66	-7,81	-7,86	-7,92	-7,97	-8,03	
Investitionen in OAV	-6,06	-6,30	-6,70	-6,81	-6,82	-6,84	-6,85	-6,86	
Investitionen in WC	-2,88	-2,00	-0,96	-1,00	-1,04	-1,08	-1,12	-1,17	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	4,16	5,71	6,84	7,20	7,67	8,16	8,67	9,21	120,63
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	101,11	104,93							
Barwert expliziter FCFs	36,92	34,69							
Barwert des Continuing Value	64,19	70,24							
Nettoschulden (Net debt)	48,18	45,97							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	52,93	58,96							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	52,93	58,97							
Ausstehende Aktien in Mio.	4,839	4,839							
Fairer Wert der Aktie in EUR	10,94	12,18							

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,56
Eigenkapitalkosten	11,8%
Zielgewichtung	60,0%
Fremdkapitalkosten	7,5%
Zielgewichtung	40,0%
Taxshield	22,5%
WACC	9,4%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapital- rendite	WACC				
	8,4%	8,9%	9,4%	9,9%	10,4%
8,3%	7,68	6,66	5,79	5,04	4,39
10,3%	10,85	9,51	8,36	7,38	6,52
12,3%	14,02	12,36	10,94	9,71	8,64
14,3%	17,19	15,21	13,51	12,05	10,77
16,3%	20,36	18,05	16,08	14,38	12,90

Fazit

Deutliches Wachstum in 2010, Sondereffekte belasten; Kursziel reduziert

Die Tochterunternehmen ABM und Eberle haben sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 wieder deutlich von dem Umsatzeinbruch des Vorjahres erholt und verzeichneten ein dynamisches Wachstum. Mit einem Konzernumsatz von knapp 140 Mio. € in 2010 befindet sich die Greiffenberger AG wieder auf einem guten Wege das Vorkrisenniveau zu erreichen. ABM erzielt in der Zwischenzeit knapp 20 % der Umsätze in den Bereichen Umwelttechnologie und erneuerbare Energien, aber auch die klassischen Kundengruppen zeigten in 2010 deutliche Erholungstendenzen. Eberle profitierte von der ansteigenden globalen Stahlnachfrage und konnte das stärkste Wachstum im Konzernverbund verbuchen. Der leichte Umsatzrückgang von BKP ist vor allem auf widrige Witterungsbedingungen zu Jahresbeginn und auf den vollzogenen Umzug nach Velten zurückzuführen.

Das operative Ergebnis wurde durch eine Reihe von Sondereffekten belastet, so dass unsere Erwartungen leicht verfehlt wurden. Das EBITDA belief sich in 2010 auf 14,39 Mio. € und der Jahresüberschuss lag bei 1,84 Mio. €. Positiv erachten wir die Entwicklung des operativen Cash Flows in Höhe von rund 12 Mio. € (unter Berücksichtigung der Zinserträge und Zinsaufwendungen), der die um Sondereffekte bereinigte Ertragskraft zeigt und zudem von einer weiteren Verbesserung der Working Capital Relationen profitierte.

Das bilanzielle Bild des Konzerns hat sich in 2010 aufgehellt, was in einer Erhöhung der Eigenkapitalquote sowie einer weiteren Reduzierung der Nettoverschuldung zum Ausdruck kommt. Trotz eines hohen Investitionsvolumens von rund 12 Mio. €, welches deutlich über den Abschreibungen lag, konnte die Nettoverschuldung um rund 2,5 Mio. € auf knapp 35 Mio. € abgebaut werden. Hierfür mitverantwortlich war auch die im September 2010 durchgeführte Kapitalerhöhung mit einem Brutto-Emissionserlös von 3,1 Mio. €.

Für das laufende Geschäftsjahr 2011 erwarten wir einen Umsatzzuwachs um 5,3 % auf 152,00 Mio. € sowie ein EBITDA in Höhe von 14,72 Mio. € (bisher: 15,69 Mio. €). Der Konzern verfügt über einen sehr komfortablen Auftragsbestand zu Jahresbeginn und vor allem im ersten Quartal 2011 sollte aufgrund des Basiseffekts ein deutliches Wachstum zu beobachten sein. Die nach unten angepasste Ergebnisprognose resultiert vornehmlich aus den teilweise deutlich gestiegenen Rohstoffpreisen, welche den Materialaufwand der Tochterunternehmen in 2011 belasten werden.

Das Kursziel für die Aktie der Greiffenberger AG haben wir infolge der reduzierten Ergebnisschätzungen für 2011 sowie eines leicht höheren WACC wegen des gestiegenen Zinsniveaus auf 10,94 € (bisher: 11,79 €) gesenkt. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau sehen wir die Aktie der Greiffenberger AG weiterhin als unterbewertet an 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 verwandt, 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 Angebotsschreiben 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. Aktiensplitts, 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 Wertpapierte 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 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

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Stellv. Chefanalyst

§ 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