



## Research Note



### **Umweltbewusste Beschichtungen für diverse Branchen - Old Economy mit nachhaltiger Zu- kunftstechnologie**

**Kursziel: 12,50 €**

**Rating: Kaufen**

---

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

---



## Impreglon SE \*6

### Kaufen

**Kursziel: 12,50**

aktueller Kurs: 7,80

16.9.2011 / ETR

Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0BLCV5

WKN: A0BLCV

Börsenkürzel: I3M

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 7,782

Marketcap<sup>3</sup>: 46,18

EnterpriseValue<sup>3</sup>: 22,12

<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 57,4 %

Transparenzlevel:

Entry Standard

Marktsegment:

Freiverkehr

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:

Donner & Reuschel AG

### Analysten:

Philipp Leibold

[leibold@gbc-ag.de](mailto:leibold@gbc-ag.de)

Cosmin Filker

[filker@gbc-ag.de](mailto:filker@gbc-ag.de)

\* Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf  
Seite IV

### Unternehmensprofil

Branche: Technologie

Fokus: Oberflächentechnik

Mitarbeiter: 725 Stand: 31.12.2010

Gründung: 1983

Firmensitz: Lüneburg

Vorstand: Henning J. Claassen, Frank Borchers,  
Carsten Gralla, Jürgen Wenzel



Die Impreglon SE ist ein seit 28 Jahren weltweit tätiges Dienstleistungsunternehmen in der Wachstumsbranche Oberflächentechnik. Mit derzeit 20 Standorten in 10 Ländern und 3 Kontinenten hat sich der Konzern als wichtigster weltweiter Anbieter von organischen und anorganischen Beschichtungsprozessen etabliert. Ein ausgefeiltes Datenbank-System, ständiger Austausch von Know-How und Schulung der Mitarbeiter ermöglicht es, Kunden in aller Welt eine genormte reproduzierbare Beschichtungsqualität zur Verfügung zu stellen. Die international eingeführten eigen entwickelten Beschichtungsverfahren werden unter geschützten Markennamen vertrieben. Das breite Anwenderspektrum, kombiniert mit über 1.000 aktiven Kunden in den drei Segmenten OEM (Erstausrüster), Aftermarket (Instandhaltung in Produktionsbetrieben) und Automotive machen Impreglon weitestgehend unabhängig von konjunkturellen Schwankungen einzelner Branchen.

### Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011e	31.12.2012e
Umsatz	37,22	55,19	75,00	84,00
EBITDA	3,86	9,78	15,25	17,02
EBIT	-0,96	4,57	9,25	10,82
Jahresüberschuss	-3,00	2,04	5,72	6,83

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,60	0,36	0,73	0,88
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,30	0,35

### Kennzahlen

EV/Umsatz	0,77	0,81	0,77	0,67
EV/EBITDA	5,18	5,61	6,04	4,54
EV/EBIT	6,21	6,98	7,79	5,60
KGV	neg.	21,67	10,68	8,86
KBV		1,14		

### Finanztermine:

**Datum: Ereignis**

7.-8.12.2011: 12. MKK

### \*\*letztes Research von GBC:

**Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating**

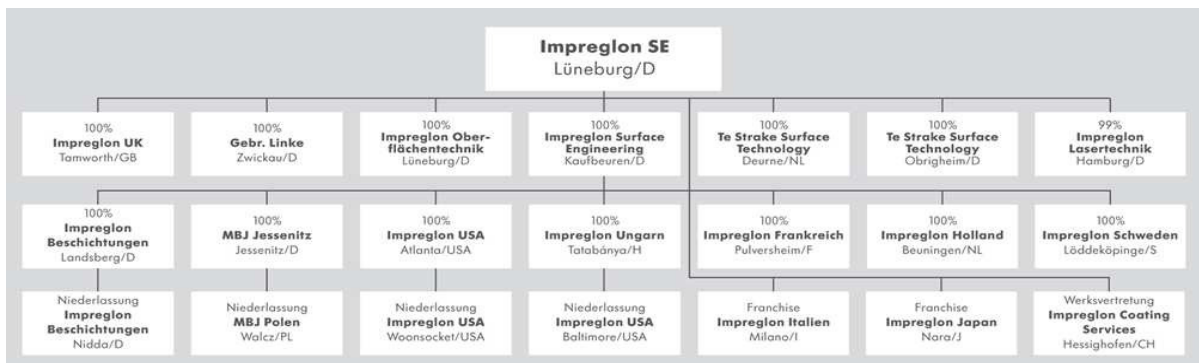
RS = Research Studie; RG = Research Guide;

\*\* oben aufgeführte Researchstudie kann unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

## Hervorragende Marktpositionierung im In- und Ausland

Die Impreglon SE wurde im Jahr 1983 vom heutigen Vorstandsvorsitzenden Henning J. Claassen als Inhouse-Beschichtungsbetrieb des Maschinenbau-Unternehmens "Meltex" in Lüneburg gegründet. Nachdem das Geschäftsfeld Maschinenbau im Jahr 1989 verkauft wurde, erfuhr Impreglon einen schrittweisen Wandel hin zu einem international tätigen Dienstleistungsunternehmen für industrielle Beschichtungen.

Als größten Vorteil der Gruppe gegenüber Wettbewerbern sehen wir die internationale Aufstellung. Der Konzern hat durch eine konsequente **Buy- and Bulid-Strategie** in der Zwischenzeit 20 Standorte in zehn Ländern. Mit der flächendeckenden Präsenz ist das Unternehmen einer der weltweit führenden Anbieter im Bereich der Oberflächenbeschichtung. Aufgrund der hohen Transport- und Logistikkosten ist das flächendeckende Niederlassungsnetz sowie die geographische Nähe zu den Kunden ein wichtiges Leistungsmerkmal, mit dem sich Impreglon deutlich von den Wettbewerbern abhebt (**Right in your Backyard**).



Quelle: Impreglon

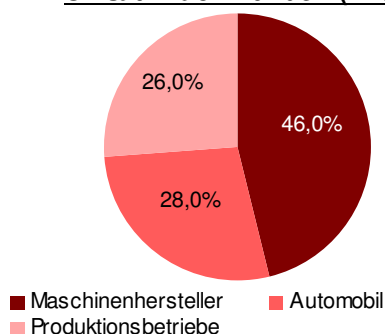
Impreglon ist einer der führenden Anbieter in dem stark fragmentierten und von regionalen Anbietern geprägten Markt für Oberflächentechnik. Die durchschnittliche Umsatzgröße der Wettbewerber liegt in der Regel bei weniger als 5 Mio. €. Zudem kann keiner der Wettbewerber eine ähnlich umfangreiche Produktpalette anbieten oder verfügt über die Standort-Vielfalt von Impreglon. **Die geographische Nähe** zum Kunden ist insofern von entscheidender Bedeutung, da rund drei Viertel der Umsatzerlöse mit Kunden erzielt werden, die ihren Sitz in einem Umkreis von bis zu 300 km zu den Werken haben.

## Breite Kunden- und Branchendiversifikation

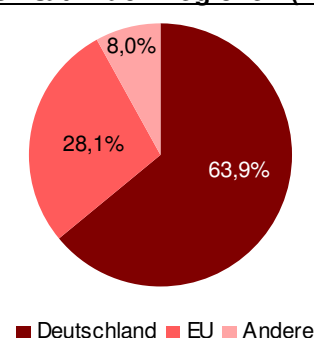
Die Impreglon SE verfügt über eine breit diversifizierte Kundenbasis und über langjährige Beziehungen zu renommierten Kunden aus fast allen Industrien, z. B. Continental, BMW, Volkswagen, Siemens, Jungheinrich, MAN, Atlas Copco, Procter & Gamble.

Die Abnehmer von Impreglon sind breit gestreut. Dies macht das Unternehmen unabhängiger von Nachfrageschwankungen in den einzelnen Branchen. Die Umsätze nach Kundengruppen sowie nach Regionen sind den beiden nachfolgenden Graphiken zu entnehmen.

Umsatz nach Kunden (in %)



Umsatz nach Regionen (in %)



Quelle: GBC, Impreglon

Neben der Automobilbranche sind weitere Kunden von Impreglon im Bereich des Maschinenbaus, der Bauindustrie, der Medizintechnik sowie in der Luft- und Raumfahrtindustrie zu finden. Des Weiteren nutzen auch Kunden aus der Verpackungsindustrie sowie der Elektrotechnik die Dienstleistungen von Impreglon. Der größte Einzelkunde hat einen Umsatzanteil von lediglich rund 3 %. Die restlichen 97 % verteilen sich auf über 1.000 aktive Kunden. Hinsichtlich der regionalen Umsatzverteilung ist Deutschland der mit Abstand wichtigste Markt. Hier wurden im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 rund 64 % der Gesamtumsätze erzielt. Die Region „Andere“ betrifft im Wesentlichen die Märkte in den USA sowie in UK.

### Umweltschonende Beschichtungsverfahren seit Gründung im Einsatz

Als Alleinstellungsmerkmal von Impreglon ist die breite Auswahl an Beschichtungsverfahren zu nennen. Impreglon verfügt insgesamt über mehr als 900 **umweltfreundliche** Beschichtungsverfahren mit geschützten Markenrechten. Impreglon hat dabei einen Großteil der Beschichtungsverfahren **selbst entwickelt** und bietet ihren Kunden eine breite Palette von Oberflächenbeschichtungen auf Basis von Fluorpolymeren, thermischen Spritzschichten aus Metall, Keramik und Kunststoff oder Kombinationen der Materialien sowie Korrosionsschutzbeschichtungen aus lackierfähigen Zink-Aluminium-Legierungen an. Seit der Gründung im Jahr 1982 setzt Impreglon ausschließlich auf den Einsatz umweltfreundlicher Beschichtungsverfahren und verzichtet bewusst auf Beschichtungsverfahren mit schwermetallhaltiger Galvanik. Zudem liegt der Fokus hauptsächlich auf **kundenspezifischen Beschichtungslösungen**. Somit wird sich von dem preissensitiven Volumengeschäft distanziert. Die Gesellschaft geht aufgrund verschiedener Gesetzesänderungen und -vorhaben davon aus, dass sich die Nachfrage nach alternativen, umweltfreundlichen Verfahren verstärken wird.

### One-Stop-Shop-Konzept als Alleinstellungsmerkmal

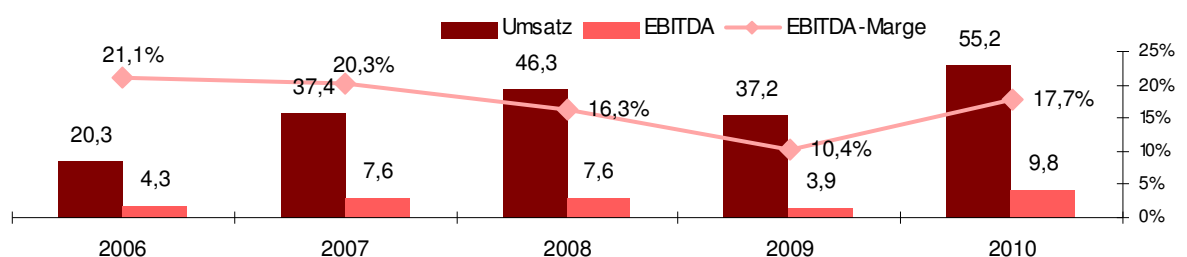
Impreglon bietet somit den Kunden ein komplettes Angebot der wichtigsten Beschichtungsprozesse an und übernimmt darüber hinaus als „**One-Stop-Shop**“ zusätzliche beschichtungsnahe Dienstleistungen (wie beispielsweise Entlackung, Demontage und Montage, Baugruppenfertigung, Laserschneiden, Schweißen, Logistik sowie Lagerhaltung). Die meisten mittelständischen Wettbewerber sind aufgrund der mangelnden Größe nicht in der Lage, diese Zusatzleistungen anzubieten. Folglich ermöglicht das „**One-Stop-Shop**“-Konzept neben einer Vertiefung der Kundenbeziehungen auch das Durchsetzen höherer Preise.

Innerhalb der Impreglon-Gruppe besteht ein weltweiter **Innovations- und Know-How-Austausch**. Dieser rege Technologie-Transfer findet dabei zwischen den 20 Werken statt. Zweimal im Jahr treffen sich die führenden Mitarbeiter aus den verschiedenen Werken, um sich über die aktuellsten Entwicklungen in den Bereichen Forschung und Entwicklung, neue Beschichtungsverfahren und Vertrieb auszutauschen. Da die Forschungsschwerpunkte und angewendeten Beschichtungsverfahren je nach Land und Standort sehr unterschiedlich sind, ist der Erfahrungsaustausch im Rahmen der Treffen in der Regel sehr ertragreich; ein weiterer Vorteil gegenüber Konkurrenten.

### Eindrucksvolle Rentabilität in der Vergangenheit

Die flächendeckende Standortpräsenz, das Agieren als One-Stop-Shop sowie die Fokussierung auf kundenspezifische Beschichtungen sind nach unserer Einschätzung die Hauptgründe, weshalb Impreglon in der Vergangenheit stets sehr hohe Margen erzielen konnte. Zudem liegt die Rohertragsmarge mit rund 75 % auf einem hohen Niveau, so dass bei steigenden Umsätzen verstärkt Skaleneffekte zum Tragen kommen. Die nachstehende Graphik zeigt, dass sich die EBITDA-Marge seit 2006 konstant zwischen 16 % und 21 % bewegte. Selbst im Krisenjahr 2009 erzielte Impreglon eine im Branchenvergleich überdurchschnittliche EBITDA-Marge von über 10 %.

**Historische Entwicklung Umsatz, EBITDA (in Mio. €) EBITDA-Marge (in %)**



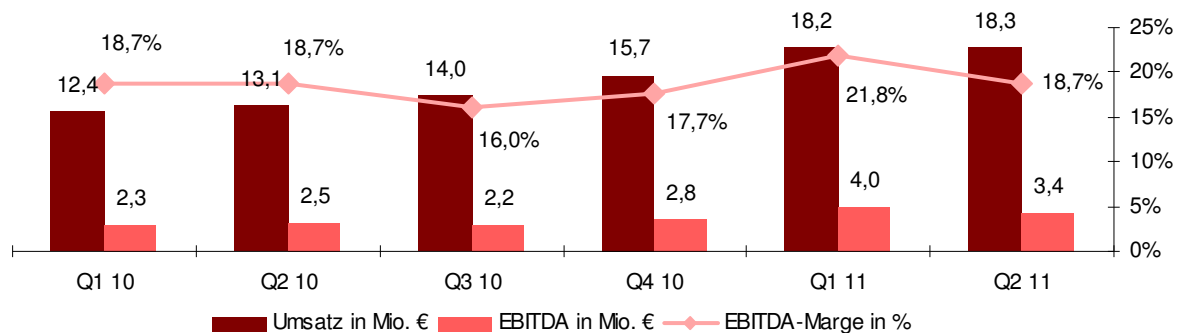
**Geschäftsentwicklung 1. HJ 2011 - Deutliche Zuwächse bei Umsatz und Ergebnis**

in Mio. €	HJ 2010	HJ 2011	Delta 2010/2011
Umsatzerlöse	25,50	36,48	+43 %
EBITDA (Marge)	4,77 (18,7 %)	7,38 (20,2 %)	+55 %
EBIT (Marge)	2,40 (9,4 %)	4,38 (12,0 %)	+83 %
Periodenüberschuss	0,61	2,68	+339 %

Quelle: Impreglon; GBC

Die Impreglon SE verzeichnete eine hervorragende Geschäftsentwicklung im ersten Halbjahr 2011. Die Umsatzerlöse konnten signifikant um 43 % auf 36,48 Mio. € (VJ: 25,50 Mio. €) gesteigert werden. Dabei profitierte Impreglon im Berichtszeitraum von einer hohen Nachfrage von Kunden aus dem Automobilsektor sowie aus der Maschinen- und Anlagenanbaubranche. Der Umsatz im zweiten Quartal 2011 lag dabei mit 18,25 Mio. € in etwa auf dem Niveau des Vorquartals. Auch vor dem Hintergrund einer saisonal bedingten geringeren Anzahl von Produktionstagen ist diese Entwicklung als erfreulich zu werten.

**Entwicklung auf Quartalsebene**



Quelle: Impreglon; GBC

Nachdem in 2010 jedes Quartal mit einem EBITDA von mindestens 2 Mio. € abgeschlossen wurde, konnte in den ersten beiden Quartalen des laufenden Geschäftsjahres ein nochmals deutlich höheres EBITDA (Q1 2011: 4,0 Mio. € respektive Q2 2011: 3,4 Mio. €) erreicht werden.

**Finanzielle Situation ist komfortabel und gesund**

Die bilanzielle Lage der Impreglon SE ist nach unserer Ansicht als überaus gesund zu bezeichnen. Zum 31.12.2011 verfügte die Gesellschaft über ein Eigenkapital von 43,38 Mio. €, was einer komfortablen Eigenkapitalquote von 52,1 % entspricht. Angesichts der Tatsache, dass Impreglon in den vergangenen Jahren eine Reihe von Akquisitionen getätigt hat, ist der Geschäfts- und Firmenwert mit lediglich 8,70 Mio. € per Ende Dezember 2010 als sehr überschaubar anzusehen. Folglich resultieren nur geringe finanzielle Risiken aus den Akquisitionen. Zudem ist dies für uns ein klarer Beleg, dass das Management bei den Übernahmen mit Augenmaß vorgegangen ist und keine überhöhten Kaufpreise bezahlt hat.

Durch die im April 2011 erfolgreich durchgeführte Kapitalerhöhung sind der Gesellschaft liquide Mittel in Höhe von rund 6,7 Mio. € zugeflossen. Die Kapitalmaßnahme erfolgte zu einem Aktienkurs von 9,45 €. In Verbindung mit dem zum Halbjahr erzielten Jahresüberschuss sollte sich das Eigenkapital nach unserer Schätzung gegen Ende Juni 2011 weiter auf rund 52,8 Mio. € erhöht haben. Dies entspricht einem Buchwert je Aktie von rund 6,80 €. Die Nettoverschuldung belief sich zum 31.12.2010 auf 13,76 Mio. €. Impreglon kann sich zu attraktiven Konditionen bei den Banken refinanzieren. Die nominalen Zinssätze liegen hier zwischen 3,35 % und 5,74 %. Die im laufenden Geschäftsjahr vollzogenen Akquisitionen von Impreglon Sverige, Impreglon Lasertechnik GmbH sowie Applied Coating Systems sollten größtenteils durch die Kapitalerhöhung sowie den operativen Cash Flow finanziert worden sein.

**Prognose und Modellannahmen - Deutliches Wachstum und steigende Dividende erwartet**

in Mio. €	GJ 2010	GJ 2011e	GJ 2012e
Umsatzerlöse	55,19	75,00	84,00
EBITDA (Marge)	9,78 (17,7 %)	15,25 (20,3 %)	17,02 (20,3 %)
EBIT (Marge)	4,57 (8,3 %)	9,25 (12,3 %)	10,82 (12,9 %)
Jahresüberschuss	2,04	5,72	6,83
EPS	0,36	0,73	0,88
Dividende	0,12	0,30	0,35

Quelle: GBC

Für das laufende Geschäftsjahr 2011 gehen wir davon aus, dass sich die positive Geschäftsentwicklung der ersten Jahreshälfte fortsetzt und wir rechnen mit einem deutlichen Umsatzzanstieg um 35,9 % auf 75,00 Mio. €. Nach Vorstandsangaben hat sich die Kundennachfrage in den Monaten Juli und August unverändert auf einem hohen Niveau bewegt.

Im Juli 2011 wurde der Bau des hochmodernen Werks in Lüneburg fertiggestellt. Die Produktion des 6000 Quadratmeter großen Beschichtungswerks, ausgestattet mit neuen Automatik-Anlagen, ist bereits angelaufen und bietet nunmehr die notwendigen Kapazitäten für die Abarbeitung von Großaufträgen. Ein Großauftrag von einem OEM-Hersteller aus dem Automotive-Sektor läuft gerade an und sollte sich bereits in der zweiten Jahreshälfte positiv auf der Umsatzseite bemerkbar machen.

Des Weiteren erwarten wir im zweiten Halbjahr **Aufholeffekte**, da der Umzug von bislang gemieteten Hallen in Lüneburg in die neue Produktionsstätte temporäre Anlageschließungen verursachte. Folglich ist Impreglon mit einem überproportional hohen Auftragsbestand in die zweite Jahreshälfte gestartet. Zusammen mit dem Bau eines neuen Beschichtungswerks in Polen und der Werkserweiterung am ungarischen Standort sollte sich das Investitionsvolumen auf rund 12 Mio. € belaufen.

Im Juli 2011 erfolgte die Übernahme von **Applied Coating Systems**. Durch die Akquisition betreibt Impreglon nunmehr drei Werke in den USA. Als Vorteil sehen wir vor allem, dass das neue Werk in Baltimore im Bundesstaat Maryland liegt. Hierdurch können nun auch Kunden aus den angrenzenden Staaten Pennsylvania, Virginia und New Jersey bedient werden. Diese Kunden konnten bislang infolge der großen Entfernungen nur schwierig versorgt werden. Der Umsatzbeitrag von Applied Coating Systems sollte im kommenden Jahr 2012 rund 4 bis 5 Mio. € betragen. Zudem wurde im Januar 2011 die Minderheitsbeteiligung an der schwedischen Tochtergesellschaft von 20 % auf 100 % aufgestockt. Damit werden jetzt alle Auslandstöchter voll konsolidiert. Seit dem Börsengang wurden bereits die bestehenden Tochtergesellschaften in Benelux, in Frankreich, in Ungarn sowie in den UK vollständig erworben.

Die Marktstellung soll auch zukünftig durch **weitere Akquisitionen** gestärkt werden. So halten wir es für realistisch, dass im laufenden Geschäftsjahr 2011 noch zwei Unternehmen akquiriert werden. Hieraus könnte sich für 2012 ein zusätzliches Umsatzpotential von rund 10 Mio. € ergeben. Die geographische Fokus sollte dabei nach unserer Einschätzung in den USA sowie im europäischen Ausland liegen.

Bei einer erwarteten EBITDA-Marge von 20,3 % sehen wir das EBITDA für das laufende Geschäftsjahr 2011 bei 15,25 Mio. €. Dies stellt einen neuen Rekordwert in der Unternehmenshistorie von Impreglon dar. Unter Berücksichtigung eines negativen Finanzergebnisses von -1,20 Mio. € sowie einer Steuerquote auf Konzernebene von 29,0 % geht unsere Prognose von einem Jahresüberschuss in Höhe von 5,72 Mio. € aus. Auf Grundlage der aktuell ausstehenden Aktienanzahl von 7,783 Mio. Stück entspricht dies einem Gewinn je Aktie von 0,73 €.

Im Sinne der praktizierten **nachhaltigen Dividendenpolitik** rechnen wir damit, dass auf der kommenden Hauptversammlung eine Dividende in Höhe von 0,30 € vorgeschlagen wird. Dabei unterstellen wir eine Ausschüttungsquote von zwischen 30 und 40 %, die auf in Folgejahren beibehalten werden sollte. Bei den aktuellen Aktienkursen kommt dies einer **Dividendenrendite** von knapp 4 % gleich.

### DCF-Bewertung: Modellannahmen

Die Impreglon 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 5,0 % angenommen. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 20,3 % 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 %.

### Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Impreglon 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 3,00 %.

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 1,46.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,3 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 80 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,9 %.

### Bewertungsergebnis

**Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,9 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2012 entspricht als Kursziel 12,50 €. Zudem indizieren die Bewertungskennzahlen EV/EBITDA (2011e: 5,6 bzw. 2012: 5,0) sowie Kurs-Gewinn-Verhältnis (2011e: 10,6 bzw. 2012: 8,9) eine Unterbewertung der Aktie.**



## Impreglon 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	20,3%	ewige EBITA - Marge	14,8%
AFA zu operativen Anlagevermögen	12,4%	effektive Steuerquote im Endwert	29,0%
Working Capital zu Umsatz	11,9%		

### 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	
<b>Umsatz (US)</b>	<b>75,00</b>	<b>84,00</b>	<b>88,20</b>	<b>92,61</b>	<b>97,24</b>	<b>102,10</b>	<b>107,21</b>	<b>112,57</b>	
<i>US Veränderung</i>	35,9%	12,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	1,50	1,68	1,76	1,85	1,94	2,04	2,14	2,25	
<b>EBITDA</b>	<b>15,25</b>	<b>17,02</b>	<b>17,87</b>	<b>18,76</b>	<b>19,70</b>	<b>20,69</b>	<b>21,72</b>	<b>22,81</b>	
<i>EBITDA-Marge</i>	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	
EBITA	9,25	10,82	11,67	12,56	13,50	14,49	15,52	16,61	
<i>EBITA-Marge</i>	12,3%	12,9%	13,2%	13,6%	13,9%	14,2%	14,5%	14,8%	14,8%
Steuern auf EBITA	-2,68	-3,14	-3,38	-3,64	-3,92	-4,20	-4,50	-4,82	
<i>zu EBITA</i>	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
EBI (NOPLAT)	6,57	7,68	8,29	8,92	9,59	10,29	11,02	11,79	
Kapitalrendite	13,1%	13,5%	13,8%	14,7%	15,7%	16,7%	17,7%	18,8%	19,0%
<b>Working Capital (WC)</b>	<b>7,00</b>	<b>10,00</b>	<b>10,50</b>	<b>11,02</b>	<b>11,57</b>	<b>12,15</b>	<b>12,76</b>	<b>13,40</b>	
<i>WC zu Umsatz</i>	9,3%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	
<i>Investitionen in WC</i>	-2,34	-3,00	-0,50	-0,52	-0,55	-0,58	-0,61	-0,64	
<b>Operatives Anlagevermögen (OAV)</b>	<b>50,00</b>	<b>50,00</b>	<b>50,00</b>	<b>50,00</b>	<b>50,00</b>	<b>50,00</b>	<b>50,00</b>	<b>50,00</b>	
<i>AFA auf OAV</i>	-6,00	-6,20	-6,20	-6,20	-6,20	-6,20	-6,20	-6,20	
<i>AFA zu OAV</i>	12,0%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-10,39	-6,20	-6,20	-6,20	-6,20	-6,20	-6,20	-6,20	
Investiertes Kapital	57,00	60,00	60,50	61,02	61,57	62,15	62,76	63,40	
<b>EBITDA</b>	<b>15,25</b>	<b>17,02</b>	<b>17,87</b>	<b>18,76</b>	<b>19,70</b>	<b>20,69</b>	<b>21,72</b>	<b>22,81</b>	
Steuern auf EBITA	-2,68	-3,14	-3,38	-3,64	-3,92	-4,20	-4,50	-4,82	
Investitionen gesamt	-16,23	-9,20	-6,70	-6,72	-6,75	-6,78	-6,81	-6,84	
<i>Investitionen in OAV</i>	-10,39	-6,20	-6,20	-6,20	-6,20	-6,20	-6,20	-6,20	
<i>Investitionen in WC</i>	-2,34	-3,00	-0,50	-0,52	-0,55	-0,58	-0,61	-0,64	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	-3,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
<b>Freie Cashflows</b>	<b>-3,66</b>	<b>4,68</b>	<b>7,79</b>	<b>8,39</b>	<b>9,03</b>	<b>9,71</b>	<b>10,41</b>	<b>11,15</b>	<b>135,96</b>

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	111,10	117,42
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	40,93	40,31
<i>Barwert des Continuing Value</i>	70,16	77,12
Nettoschulden (Net debt)	14,38	12,45
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	96,72	104,97
Fremde Gewinnanteile	-7,10	-7,71
Wert des Aktienkapitals	89,61	97,26
Ausstehende Aktien in Mio.	7,782	7,782
Fairer Wert der Aktie in EUR	11,52	12,50

### Kapitalkostenermittlung :

<i>risikolose Rendite</i>	3,0%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	1,46
<b>Eigenkapitalkosten</b>	<b>11,3%</b>
<i>Zielgewichtung</i>	80,0%
<b>Fremdkapitalkosten</b>	<b>6,0%</b>
<i>Zielgewichtung</i>	20,0%
<b>Taxshield</b>	<b>25,0%</b>
<b>WACC</b>	<b>9,9%</b>

### Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

WACC					
Kapitalrendite	8,9%	9,4%	9,9%	10,4%	10,9%
15,0%	11,75	10,90	10,16	9,52	8,96
17,0%	13,16	12,18	11,33	10,59	9,94
19,0%	14,57	13,46	12,50	11,66	10,92
21,0%	15,98	14,74	13,67	12,73	11,90
23,0%	17,40	16,02	14,84	13,80	12,89

**Fazit - Solides und traditionsreiches Old Economy Unternehmen mit nachhaltiger Zukunftstechnologie**

Bei der Impreglon AG handelt es sich nach unserer Einschätzung um ein traditionsreiches Qualitätsunternehmen aus dem deutschen Mittelstand. Die Gesellschaft verfügt über eine hervorragende Marktstellung, was sich an den derzeit 20 Standorten in zehn Ländern zeigt. Die flächendeckende Präsenz in Deutschland und in Europa versetzt die Gesellschaft dadurch in die Lage, auch große, produzierende OEM-Kunden zu bedienen. Dies sehen wir als klares Alleinstellungsmerkmal gegenüber den größtenteils regional agierenden mittelständischen Wettbewerbern im Bereich der Oberflächentechnik. Zudem hebt sich Impreglon durch die sehr umfangreiche Auswahl an umweltfreundlichen Beschichtungsverfahren in Verbindung mit den zusätzlichen beschichtungsnahen Dienstleistungen (wie beispielsweise Entlackung, Demontage und Montage, Baugruppenfertigung, Laserschneiden, Schweißen, Logistik sowie Lagerhaltung) von ihren Konkurrenten ab.

Das Unternehmen ist seit über 20 Jahren am Markt für Oberflächentechnik aktiv und hat in der Vergangenheit erfolgreich unter Beweis gestellt, dass es sich um ein erprobtes und funktionierendes Geschäftsmodell handelt. Die sehr gute Margensituation unterstreicht dies eindrucksvoll. Über die vergangenen Jahre hinweg konnte Impreglon stets hohe EBITDA-Margen von mehr als 15 % erzielen. Selbst im Krisenjahr 2009 erreichte Impreglon eine EBITDA-Marge von über 10 %. Auch wenn die Gesellschaft sich einem möglichen Konjunkturabschwung nicht vollends entziehen könnte, sehen wir die Gesellschaft aufgrund der eindrucksvollen Historie sowie der breiten Kunden- und Branchendiversifikation als relativ resistent gegenüber konjunkturellen Schwankungen.

Die Bilanz sowie finanzielle Situation von Impreglon ist als überaus komfortabel und gesund einzustufen. Mit einer Eigenkapitalquote von mehr als 50 % verfügt die Gesellschaft über eine stabile Finanzierungsstruktur. Die Nettoverschuldung ist mit knapp 14 Mio. € als moderat einzuschätzen und die Kreditaufnahme erfolgte zu attraktiven Refinanzierungskonditionen. Der Geschäfts- und Firmenwert mit lediglich 8,70 Mio. € per Ende Dezember 2010 ist vor dem Hintergrund der vielen Akquisitionen in der Vergangenheit als überschaubar anzusehen. Folglich resultieren nur geringe finanzielle Risiken aus den Akquisitionen und es ist für uns ein klarer Beleg, dass im Rahmen der Wachstumsstrategie keine überhöhten Kaufpreise für die bisher getätigten Übernahmen gezahlt wurden.

**In unserem DCF-Bewertungsmodell haben wir ein 2012er Kursziel auf Basis unserer Prognosen von 12,50 EUR ermittelt. €. Zudem deuten die Bewertungskennzahlen EV/EBITDA und Kurs-Gewinn-Verhältnis auf eine Unterbewertung der Aktie hin. Angesichts der aktuellen Kurspotenziale, die sich auf Grundlage aktueller Kurse auf rund 60 % belaufen, vergeben wir für die Aktie der Impreglon AG das Rating „KAUFEN“. Zudem bietet die Aktie eine Dividendenrendite von mehr als 3 %.**

# 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 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 Wertpapierte oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (6)**

## **§ 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**

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (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](mailto: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](mailto:office@gbc-ag.de)