



Researchstudie (Anno)



**Wachstum von knapp 12 % in 2011 -
Mehr als 10 Mio. € EBIT in 2012 erwartet -
Kursziel leicht angehoben**

Kursziel: 11,20 €

Rating: Kaufen

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

Greiffenberger AG ^{*5,7}

Kursziel: 11,20

aktueller Kurs: 5,80
27.4.2012 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005897300

WKN: 589730

Börsenkürzel: GRF

Aktienanzahl³: 4,839

Marketcap³: 28,07
EnterpriseValue³: 85,37
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 38,0 %

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
Interessenkonflikte auf
Seite V

Unternehmensprofil

Branche: Industrie

Fokus: Antriebstechnik, Sägeblätter/ Bandstahl,
Kanalsanierungstechnologie

Mitarbeiter: 945 Stand: 31.12.2011

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 und Rohrummantelung tätig. Börsennotiert ist die Greiffenberger AG seit dem Jahr 1986.

Daten & Prognosen

| GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende | 31.12.2010 | 31.12.2011 | 31.12.2012e | 31.12.2013e |
|----------------------------|------------|------------|-------------|-------------|
| Umsatz | 139,90 | 156,61 | 163,00 | 169,00 |
| EBITDA | 14,39 | 14,78 | 16,63 | 18,74 |
| EBIT | 7,74 | 8,32 | 10,03 | 12,04 |
| Jahresüberschuss | 1,84 | 2,52 | 3,93 | 5,78 |

| Kennzahlen in EUR | | | | |
|--------------------|------|------|------|------|
| Gewinn je Aktie | 0,41 | 0,52 | 0,81 | 1,19 |
| Dividende je Aktie | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |

| Kennzahlen | | | | |
|------------|-------|-------|------|------|
| EV/Umsatz | 0,61 | 0,55 | 0,52 | 0,51 |
| EV/EBITDA | 5,93 | 5,77 | 5,13 | 4,55 |
| EV/EBIT | 11,03 | 10,27 | 8,51 | 7,09 |
| KGV | 14,15 | 11,15 | 7,16 | 4,87 |
| KBV | | 0,92 | | |

Finanztermine:

Datum: Ereignis
7.5.2012: Q1-Zahlen
7.5.2012: E&GS Konferenz
26.6.2012: HV
23.8.2012: HJ-Zahlen
8.11.2012: Q3-Zahlen

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating
14.2.2012: RG / 10,40 / KAUFEN
9.11.2011: RC / 10,40 / KAUFEN
30.8.2011: RS / 10,40 / KAUFEN
29.4.2011: RS / 10,94 / KAUFEN
29.3.2011: 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 2011..... | 5 |
| Umsatzentwicklung..... | 5 |
| Ergebnisentwicklung..... | 6 |
| Bilanzielle und finanzielle Situation..... | 8 |
| SWOT-Analyse Greiffenberger AG..... | 9 |
| Prognose und Modellannahmen..... | 10 |
| Umsatzprognosen..... | |
| Ergebnisprognosen..... | |

Bewertung/ Fazit

| | |
|-----------------------------------|----|
| DCF-Bewertung..... | 12 |
| Modellannahmen..... | 12 |
| Bestimmung der Kapitalkosten..... | 12 |
| Bewertungsergebnis..... | 12 |
| DCF-Betrachtung..... | 13 |
| Fazit | 14 |

Anhang

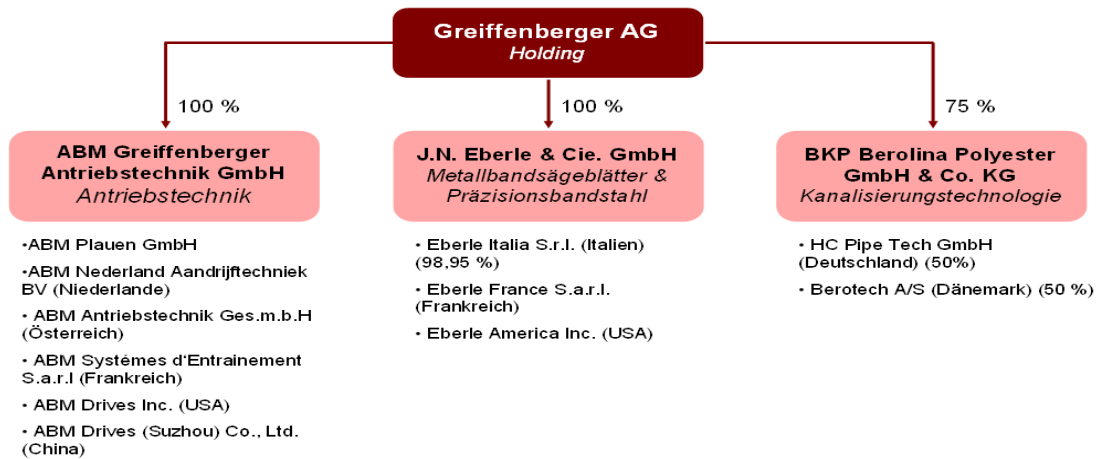
| | |
|--|----|
| Disclaimer und Haftungsausschluss | II |
| Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG..... | IV |

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 und Rohrummantelung tätig. Börsennotiert ist die Greiffenberger AG seit dem Jahr 1986.

Das nachstehende Schaubild zeigt die Unternehmensstruktur der Greiffenberger AG:

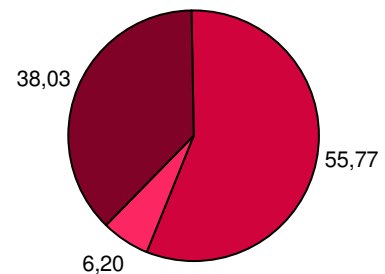


Quelle: Greiffenberger, GBC

Aktionärsstruktur

| Anteilseigner | 31.12.2011 |
|--|------------|
| Greiffenberger Holding GmbH | 55,77 |
| Baden-Württembergische Versorgungsanstalt (BWVA) | 6,20 |
| Streubesitz | 38,03 |
| Summe | 100,0 % |

Aktionärsstruktur (in %)



■ Greiffenberger Holding GmbH ■ BWVA ■ Streubesitz

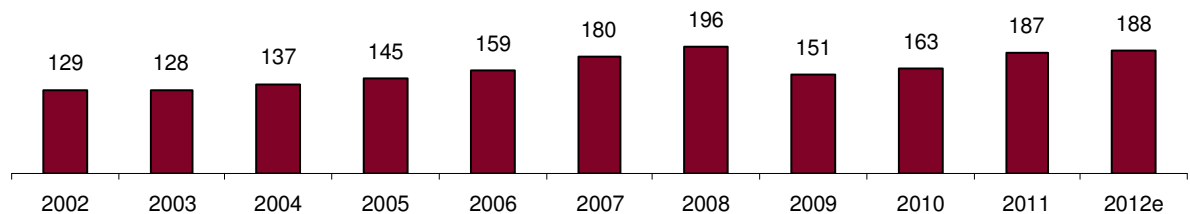
Quelle: Greiffenberger, GBC

Markt und Marktumfeld

Der deutsche Maschinen- und Anlagebau hat 2011 mit einer Produktion im Wert von 187 Milliarden Euro den zweithöchsten Stand seiner Historie erreicht und blickt somit auf ein äußerst erfolgreiches Jahr zurück. Nach dem durch die weltweite Finanzkrise ausgelösten Einbruch in 2009 konnte sich die Branche bereits 2010 auf den Pfad der Erholung begeben und den Produktionswert um 9,4 % steigern.

Dieses Wachstum konnte laut dem Verband Deutscher Maschinen- und Anlagebau (VDMA) nun im abgelaufenen Jahr 2011 mit einem Zuwachs von rund 12,0 % deutlich übertroffen werden. Damit wurde das Vorkrisenniveau beinahe wieder erreicht. Der deutsche Maschinen- und Anlagebau konnte im Jahresverlauf zudem rund 35.000 neue Arbeitsplätze schaffen und ist mit 948.000 Beschäftigten weiterhin der größte industrielle Arbeitgeber in Deutschland.

Produktionswert deutscher Maschinenbau (in Mrd. €)



Quelle: VDMA, GBC

Infolge der erheblichen Unsicherheiten durch die Staatsschuldenkrise in Europa und auch im Hinblick auf eine abflachende Konjunktur in China hat der VDMA seine Wachstumsprognose für 2012 von vormals 4,0 % auf ein künftig erwartetes Nullwachstum revidiert. Dieser konservative Ausblick trägt der derzeitigen Ungewissheit über die weltweite Konjunkturentwicklung Rechnung und könnte bei einer sich aufhellenden Lage im Gesamtjahresverlauf übertroffen werden.

Daneben geht es dem Sektor Antriebstechnik derzeit hervorragend. Die deutsche Antriebstechnik ist durch eine hohe Kapazitätsauslastung sowie durch einen hohen Auftragsbestand geprägt und blickt bedingt durch aktuelle Themen wie Elektromobilität oder Windkraft zuversichtlich in die Zukunft. In 2011 konnte laut dem Fachverband für Antriebstechnik eine Umsatzsteigerung von 14,0 % verbucht werden. Für 2012 ist der Fachverband für diesen Sektor mit einem erwarteten Wachstum von 5,0 % deutlich optimistischer gestimmt als für die Gesamtbranche.

Dabei profitiert der Sektor besonders von der starken Nachfrage aus dem Ausland. Mit einer kontinuierlich steigenden Exportquote von 71,0 % ist die Antriebstechnik bei ausländischen Kunden besonders gefragt. Gerade in China könnte sich hier noch weiteres Wachstumspotential ergeben. Insgesamt konnte die deutsche Antriebstechnik mit einem Weltmarktanteil von 25,0 % ihre Position als Weltmarktführer ganz klar behaupten.

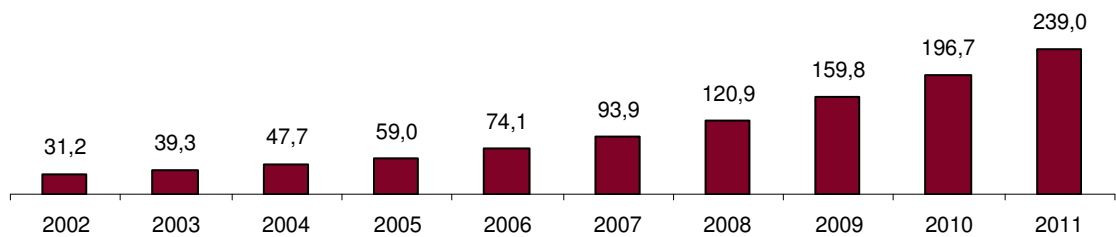
Laut Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit (BMU) ist Biomasse „der wichtigste und vielseitigste Energieträger in Deutschland“. Neben der Stromerzeugung trägt Biomasse besonders zur Wärmeerzeugung in Deutschland bei. In diesem wachsenden Markt ist auch die ABM mit Antrieben für Biomasse-Heizungen gut vertreten. Laut Daten des BMU besaß Biomasse in 2011 bereits einen Anteil von 8,2 % am Endenergieverbrauch in Deutschland. Innerhalb der erneuerbaren Energien galt sie mit 67 % der insgesamt erzeugten Energie als klar größter Energieträger deutlich vor der Windenergie, welche mit 16 % Platz 2 belegte.

Jedoch konnte auch der Weltmarkt für Windkraftanlagen laut der World Wind Energy Association (WWEA) in 2011 durch ein Wachstum der installierten Kapazitäten von rund 21,5 % überzeugen. Hierbei konnte bei den Neuinstallationen mit einem weltweiten Volumen von 42 Gigawatt ein absoluter Rekord gesetzt werden. Die weltweite Kapazität von Windkraftanlagen beträgt damit per Ende 2011 239 Gigawatt und deckt somit knapp 3,0 % des globalen Energiebedarfs ab.

Für 2012 geht der VDMA von einem erneut deutlich zweistelligen Wachstum der globalen Windenergie aus und bestätigt damit den starken Trend des Weltmarktes. Die positive Entwicklung konnte auch in Deutschland sehr gut beobachtet werden. Für den deutschen Markt ist der VDMA nach einem Neuinstallationsvolumen von 1.550 Megawatt in 2010 in seiner Prognose für 2011 von ur-

sprünglich rund 1.800 Megawatt ausgegangen. Den aktuellen Zahlen des Bundesverband WindEnergie (BWE) zufolge konnte dieser Wert mit 2.086 Megawatt um über 15,8 % deutlich übertroffen werden und stellt im Vergleich zum Vorjahr eine Steigerung von 34,5 % dar.

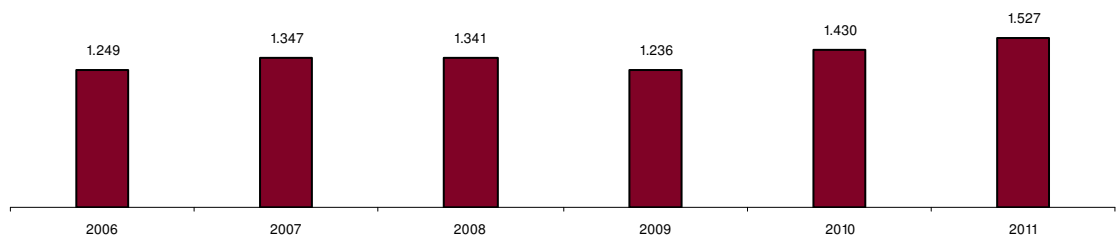
Weltweit installierte Windkraft-Kapazitäten (in Gigawatt)



Quelle: WWEA, GBC

Als einen guten Indikator für die Entwicklung der Weltkonjunktur und auch als geeigneten Vergleichsmaßstab für die Entwicklung von Eberle erachten wir den weltweiten Rohstahlverbrauch, welcher durch die World Steel Association (WSA) ermittelt wird. Im vergangenen Jahr 2011 stieg die weltweite Stahlproduktion um 6,8 % auf 1.527 Mio. Tonnen und markierte damit historisch gesehen einen absoluten Höchstwert. Die stärksten Wachstumsraten erzielten hierbei die aufstrebenden Märkte in Südamerika und Asien.

Weltweite Rohstahlproduktion (in Mio. Tonnen)



Quelle: WSA, GBC

Für den deutschen Markt geht der Wirtschaftsverband Stahl- und Metallverarbeitung (WSM) in 2011 nach vorläufigen Zahlen von einem erreichten Produktionsplus von 12,0 % aus. Für das Jahr 2012 erwartet der Verband ein Produktionsplus von 3,0 bis 4,0 %. Ein wesentlicher Treiber dürfte hier die gute Nachfrage von Kunden aus der Automobil- und Baubranche sein. Zudem ergeben sich für Unternehmen laut WSM besonders durch eine zunehmende Internationalisierung und steigende Exporte gute Chancen für die Zukunft.

Einen Markt für Kanalsanierungstechnologien klar zu definieren oder gar in Zahlen ausdrücken zu wollen, gestaltet sich in der Praxis sehr schwierig. Trotzdem war in diesem Bereich in den vergangenen Jahren eine klar positive Entwicklung zu verzeichnen, welche sich wohl auch in der Zukunft verstärkt fortsetzen wird. Hintergrund hierfür ist die im Zuge der Urbanisierung steigende Anzahl der Millionenstädte, welche sich parallel zum Wachstum der Weltbevölkerung entwickelt. Ende 2011 soll es bereits 486 solcher Agglomerationen – Kernstädte samt ihrem suburbanen Umland – mit je über einer Millionen Einwohner gegeben haben.

Diese oberirdische Entwicklung bedeutet aber auch, dass die unterirdische Infrastruktur in Form von Kanalisationen und Abwassersystemen mitwachsen und den gesteigerten Anforderungen gerecht werden muss. Gerade in den sich rasant entwickelnden aufstrebenden Ländern wird der Nachholbedarf der unterirdischen zur oberirdischen Infrastruktur in den nächsten Jahren zu einem erheblichen Potential für moderne Technologien und Systeme führen.

Gemäß der Deutschen Vereinigung für Wasserwirtschaft, Abwasser und Abfall (DWA) sind ca. 20 % der öffentlichen Kanalisation in Deutschland beschädigt. Der Sanierungsbedarf für die öffentlichen Kanäle wird auf 50 bis 55 Mrd. € geschätzt. Derzeit werden jährlich rund 1,6 Mrd. € für die Kanalsanierung aufgewendet. Bei der Kanalsanierung kommt dabei verstärkt die unterirdische beschlossene Bauweise zum Einsatz. Diese Methode hat den Vorteil, dass der Verkehr weniger belastet wird. Der DWA schätzt den Anteil hier in der Zwischenzeit auf rund 20 %.

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

| GuV (in Mio. €) | GJ 2009 | in % vom Umsatz | GJ 2010 | in % vom Umsatz | GJ 2011 | in % vom Umsatz | GJ 2012e | in % vom Umsatz | GJ 2013e | in % vom Umsatz |
|-----------------------------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------|
| Umsatzerlöse | 107,219 | 100,00% | 139,896 | 100,00% | 156,612 | 100,00% | 163,000 | 100,00% | 169,000 | 100,00% |
| sonstige Erträge | 3,980 | 3,71% | 3,252 | 2,32% | 2,986 | 1,91% | 3,000 | 1,84% | 3,200 | 1,89% |
| Bestandsveränderung | -4,903 | -4,57% | 1,371 | 0,98% | 4,378 | 2,80% | 0,000 | 0,00% | 0,000 | 0,00% |
| andere aktivierte Eigenleistung | 0,506 | 0,47% | 0,735 | 0,53% | 0,729 | 0,47% | 0,500 | 0,31% | 0,500 | 0,30% |
| Gesamtleistung | 106,801 | 99,61% | 145,254 | 103,83% | 164,706 | 105,17% | 166,500 | 102,15% | 172,700 | 102,19% |
| Materialaufwand | -49,808 | -46,45% | -67,298 | -48,11% | -79,332 | -50,66% | -78,566 | -48,20% | -81,458 | -48,20% |
| Personalaufwand | -40,805 | -38,06% | -46,003 | -32,88% | -48,982 | -31,28% | -49,800 | -30,55% | -51,000 | -30,18% |
| Abschreibungen | -6,698 | -6,25% | -6,656 | -4,76% | -6,469 | -4,13% | -6,600 | -4,05% | -6,700 | -3,96% |
| andere Aufwendungen | -15,115 | -14,10% | -17,561 | -12,55% | -21,608 | -13,80% | -21,500 | -13,19% | -21,500 | -12,72% |
| EBIT | -5,625 | -5,25% | 7,735 | 5,53% | 8,315 | 5,31% | 10,034 | 6,16% | 12,042 | 7,13% |
| Finanzergebnis | -5,628 | -5,25% | -4,710 | -3,37% | -4,507 | -2,88% | -4,500 | -2,67% | -3,900 | -2,31% |
| Ergebnis vor Gewinnsteuern | -11,253 | -10,50% | 3,025 | 2,16% | 3,808 | 2,43% | 5,534 | 3,40% | 8,142 | 4,82% |
| Steuern vom Einkommen und Ertrag | 3,753 | 3,50% | -1,182 | -0,84% | -1,290 | -0,82% | -1,605 | 0,98% | -2,361 | -1,40% |
| Ergebnis nach Steuern | -7,500 | -6,99% | 1,843 | 1,32% | 2,518 | 1,61% | 3,929 | 2,41% | 5,781 | 3,42% |

| | | | | | | | | | |
|-----------------------------------|--------------|--|--------------|--|--------------|--|--------------|--|--------------|
| EBITDA | 1,07 | | 14,39 | | 14,78 | | 16,63 | | 18,74 |
| in % | 1,0 | | 10,3 | | 9,4 | | 10,2 | | 11,1 |
| EBIT | -5,63 | | 7,74 | | 8,32 | | 10,03 | | 12,04 |
| in % | Neg. | | 5,5 | | 5,3 | | 6,2 | | 7,1 |
| Aktienanzahl in Mio. Stück | 4,40 | | 4,51* | | 4,84 | | 4,84 | | 4,84 |
| Ergebnis je Aktie in € | -1,70 | | 0,41 | | 0,52 | | 0,81 | | 1,19 |
| Dividende je Aktie in € | 0,00 | | 0,00 | | 0,00 | | 0,00 | | 0,00 |

*Auf Basis der durchschnittlich gewichteten Aktienanzahl

Geschäftsentwicklung 2011

| in Mio. € | GJ 2010 | Δ 2010/2011 | GJ 2011 |
|------------------|---------|-------------|---------|
| Umsatzerlöse | 139,90 | +11,9 % | 156,61 |
| EBITDA | 14,39 | +2,7 % | 14,78 |
| EBITDA-Marge | 10,3 % | - 0,7 Pp. | 9,4 % |
| EBIT | 7,74 | + 7,5 % | 8,32 |
| EBIT-Marge | 5,5 % | -0,2 Pp. | 5,3 % |
| Jahresüberschuss | 1,84 | +36,6 % | 2,52 |
| EPS in € | 0,41* | K. A. | 0,52 |

*Auf Basis der durchschnittlich gewichteten Aktienanzahl

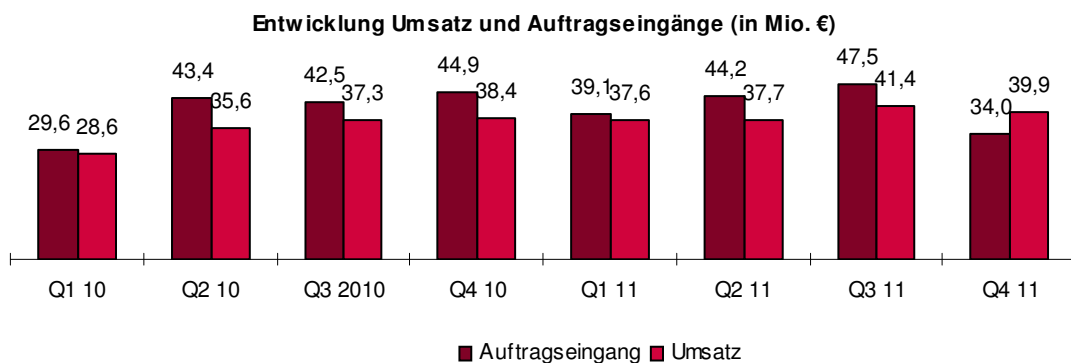
Quelle: Greiffenberger; GBC

Umsatzentwicklung - Wachstum auf allen Ebenen

Die Greiffenberger AG kann auf ein erfolgreiches abgelaufenes Geschäftsjahr 2011 zurückblicken, in dem der höchste Umsatz in der Unternehmenshistorie erzielt wurde. Somit konnte die Greiffenberger-Gruppe nach dem starken Umsatzrückgang in 2009 in den beiden vergangenen Jahren wieder auf den Wachstumspfad zurückkehren.

Dazu leisteten alle drei Tochterunternehmen ABM, Eberle und BKP ihren Anteil. Die Tochterunternehmen mit ihrer internationalen Präsenz und ihren hohen Exportquoten profitierten dabei von dem globalen Konjunkturaufschwung aber auch von der guten Marktstellung in den Bereichen Umwelttechnologie und Energieeffizienz. Allein seit 2008 wurden rund 35 Mio. € in den Ausbau der Kapazitäten und in die Erschließung neuer Märkte investiert.

Das Geschäftsjahr 2011 wurde mit einem Rekordumsatz in Höhe von 156,61 Mio. € abgeschlossen, was einem Wachstum von knapp 12 % gegenüber dem Vorjahr entspricht. Der Zuwachs war nach unserer Einschätzung vor allem absatzgetrieben. Dabei lag auch der jeweilige Quartalsumsatz über den vergleichbaren Vorjahreswerten. Dies ist der nachfolgenden Graphik zu entnehmen.

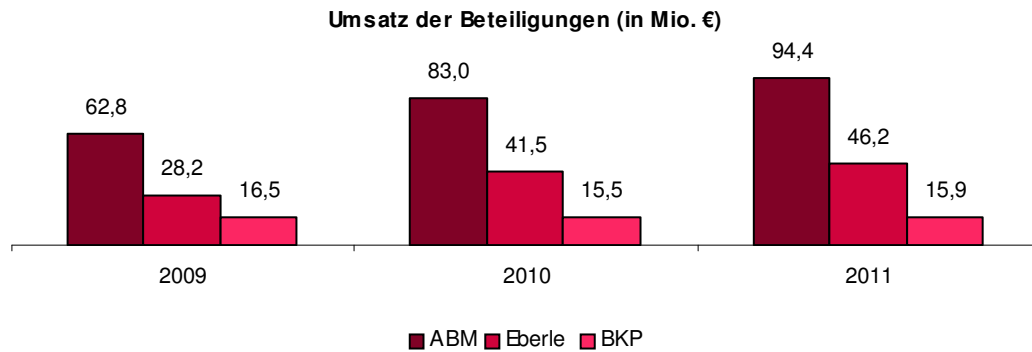


Quelle: Greiffenberger; GBC

Der Auftragseingang belief sich in 2011 auf 164,8 Mio. € und lag damit über den Umsätzen (**Book-to-Bill Ratio** ~ 1,05). Nach sehr starken Ordereingängen im zweiten und dritten Quartal schwächte sich der Auftragseingang im Schlussquartal 2011 ab.

Bei einem Blick auf die regionale Umsatzverteilung kommt die internationale Ausrichtung der Tochtergesellschaften zum Vorschein. Die **Exportquote** des Konzerns lag in 2011 mit 57 % (VJ: 59 %) auf einem konstant hohen Niveau. Die mit Abstand höchste Exportquote weist hierbei Eberle mit 87 % auf, gefolgt von ABM (46 %) und BKP (34 %).

Das nachfolgende Schaubild zeigt die Umsatzentwicklung für ABM, Eberle und BKP seit dem Jahr 2009.



Quelle: Greiffenberger; GBC

Die größte Tochtergesellschaft **ABM** verzeichnete in 2011 mit einem Umsatzplus von 13,8 % auf 94,45 Mio. € den höchsten Zuwachs. Als Wachstumstreiber erwiesen sich hier sowohl die Kundennachfrage aus den angestammten Bereichen Gabelstapler, Hebeteknik und allgemeiner Maschinenbau als auch die neueren Bereiche Windkraft, Lagerlogistik und Elektromobilität.

Bei den Flurförderfahrzeug- und Kranherstellern gehören die meisten führenden Anbieter zum Kundenstamm von ABM. Zudem konnten im Bereich der Lagerlogistik Neukunden gewonnen werden, so dass hier erstmals ein nennenswerter Umsatz erzielt wurde. Hier wurden die Förderbänder in großen Logistikzentren mit ABM-Antrieben ausgerüstet, so dass die Energieeffizienz signifikant verbessert werden konnte. Trotz des schwierigen Branchenumfelds im Bereich der Windkraft konnte ABM nach unserer Schätzung auch dank neuer Serienanläufe hier den Umsatz von rund 5 Mio. € in 2010 auf rund 6 Mio. € in 2011 steigern.

Bei der Tochtergesellschaft **Eberle** hat sich die dynamische Geschäftsentwicklung des Vorjahres auch in 2011 weiter fortgesetzt, auch wenn sich das Wachstum in der zweiten Jahreshälfte etwas abschwächte. Eberle erhöhte in 2011 den Umsatz um 11,6 % auf 46,24 Mio. € (VJ: 41,45 Mio. €). Im zweiten Halbjahr lag der Umsatz bedingt durch eine leichte Beruhigung der Nachfrage leicht unter dem Niveau der ersten Jahreshälfte.

Der Kanalsanierungsspezialist **BKP** konnte in 2011 infolge eines stärkeren zweiten Halbjahrs noch ein moderates Wachstum von 2,8 % auf 15,93 Mio. € (VJ: 15,49 Mio. €) verzeichnen. Hier konnte BKP aufgrund des vollständigen Umzugs in ein neues Produktions- und Verwaltungsgebäude jedoch die vorhandenen Potentiale nicht voll ausschöpfen und unsere Umsatzschätzungen nicht ganz erreichen. In dem neuen Werk verfügt BKP nunmehr über drei Fertigungsanlagen im Schlauchliner-Bereich. Mit den nun höheren Produktionskapazitäten sehen wir gute Möglichkeiten für ein stärkeres Wachstum in den kommenden Jahren.

Ergebnisentwicklung - Gestiegene Materialpreise verhindern überproportionalen Ergebnisanstieg

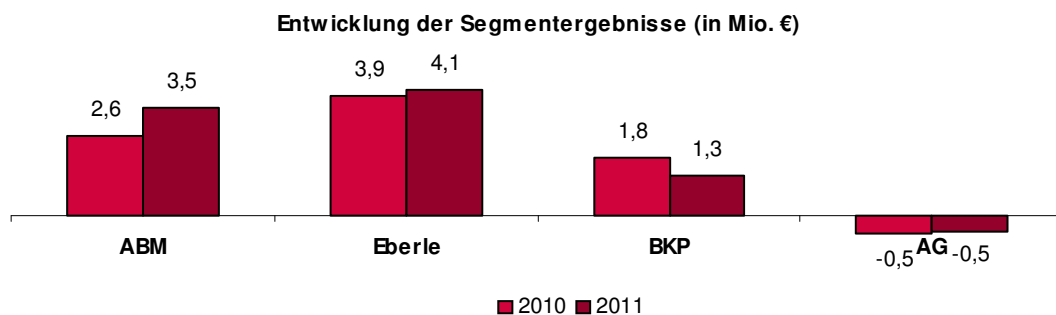
Das operative Ergebnis wurde maßgeblich durch die gestiegenen Materialkosten beeinträchtigt. Dies betraf vor allem die erste Jahreshälfte, da hier die automatischen Preisanpassungsklauseln noch nicht gewirkt haben. Wichtige Rohstoffe, die bei den Tochterunternehmen zum Einsatz kommen, sind Stahl, Kupfer, Aluminium, Kunstharz und Glasfasern. Die höheren Materialpreise hatten zur Folge, dass sich die **Materialaufwandsquote** im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 auf 50,66 % gegenüber 48,11 % im Vorjahr und 46,45 % in 2009 erhöhte. Im zweiten Halbjahr 2011 verbesserte sich die Materialaufwandsquote wieder auf 50,0 %, da die gestiegenen Kosten erst mit einer zeitlichen Verzögerung weitergegeben werden konnten.

Der **Personalaufwand** erhöhte sich in 2011 unterproportional um 6,5 % auf 48,98 Mio. € (VJ: 46,00 Mio. €). Zwar blieb die durchschnittliche Mitarbeiteranzahl mit 939 gegenüber dem Vorjahr annähernd konstant, allerdings führten tarifliche Lohnerhöhungen zu einem Anstieg der Personalaufwendungen. Zudem wurde zu Beginn des Jahres 2010 auf das Instrument der Kurzarbeit zurückgegriffen.

Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** stiegen im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 um 23,0 % auf 21,61 Mio. € (VJ: 17,56 Mio. €). Neben umsatzbedingt höheren Vertriebsaufwendungen ist dies zu einem Großteil auf Instandhaltungen von Maschinen und den verstärkten Einsatz von Zeitarbeitern zurückzuführen.

Die gestiegenen Rohstoffpreise, insbesondere im ersten Halbjahr 2011, in Verbindung mit den höheren sonstigen betrieblichen Aufwendungen hatten zur Folge, dass sich das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) nur leicht auf 14,78 Mio. € nach 14,39 Mio. € im Vorjahr verbesserte. Das operative Ergebnis lag somit genau im Rahmen der Unternehmensprognose sowie der GBC-Erwartungen. Die Abschreibungen lagen in 2011 mit 6,47 Mio. € rund 0,2 Mio. € unter dem Vorjahresniveau.

Das nachstehende Schaubild zeigt die Entwicklung der Segmentergebnisse.



Quelle: Greiffenberger; GBC

Bei der größten Tochtergesellschaft ABM konnte die EBIT-Marge von 3,2 % in 2010 auf jetzt 3,7 % leicht erhöht werden. In der Vergangenheit konnten hier bereits EBIT-Margen von deutlich mehr als 5 % erzielt werden. Vor diesem Hintergrund wurde in 2011 auch das Ergebnisverbesserungsprogramm „**Impuls 2011**“ gestartet. Das Programm beinhaltet dabei ein Bündel von Einzelmaßnahmen (z. B. neues Montagekonzept, Verschlinkung interner Prozesse, Ausweitung der Plattformstrategie und Internationalisierung der Beschaffung).

Das Finanzergebnis fiel im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 mit -4,51 Mio. € (VJ: -4,71 Mio. €) erneut negativ aus. Im Finanzergebnis sind neben der Zinslast auch Komponenten für die Pensionen (0,71 Mio. €), für den Gewinnanteil des Minderheitsgesellschafters von BKP (0,16 Mio. €) und für Leasingzahlungen enthalten.

Auf Konzernebene wies die Greiffenberger AG in 2011 eine Steuerquote von 33,9 % aus. Hierbei ist es allerdings wichtig zu berücksichtigen, dass die effektive Steuerquote aufgrund von noch vorhandenen Verlustvorträgen lediglich bei knapp 19 % lag.

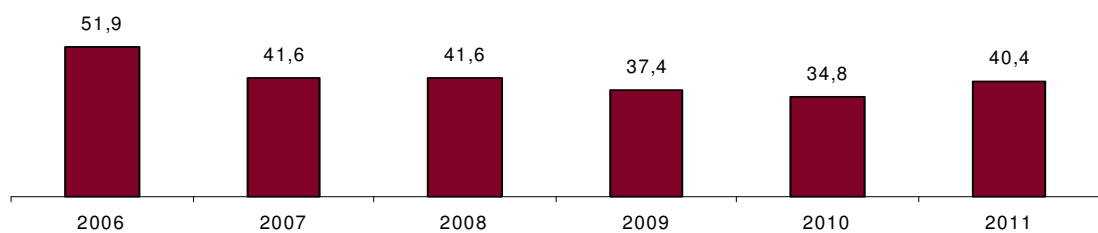
Bilanzielle und finanzielle Situation - Eigenkapitalquote weiter erhöht

| in Mio. € | GJ 2009 | GJ 2010 | GJ 2011 |
|---------------------------|---------|---------|---------|
| Eigenkapital | 23,44 | 28,22 | 30,65 |
| EK-Quote | 20,6 % | 22,9 % | 25,1 % |
| Nettoverschuldung | 37,43 | 34,79 | 40,43 |
| Operatives Anlagevermögen | 52,32 | 56,94 | 56,99 |
| Net Working Capital | 19,95 | 20,78 | 30,96 |

Quelle: Greiffenberger; GBC

Die Greiffenberger AG konnte auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 weitere Fortschritte bei der Verbesserung der Bilanzstrukturen erzielen. So konnte die Eigenkapitalquote seit 2009 stetig erhöht werden. Mit einem Wert von 25,1 % zum 31.12.2011 liegt die Gesellschaft jedoch noch unter der angestrebten Zielmarke von 33 %.

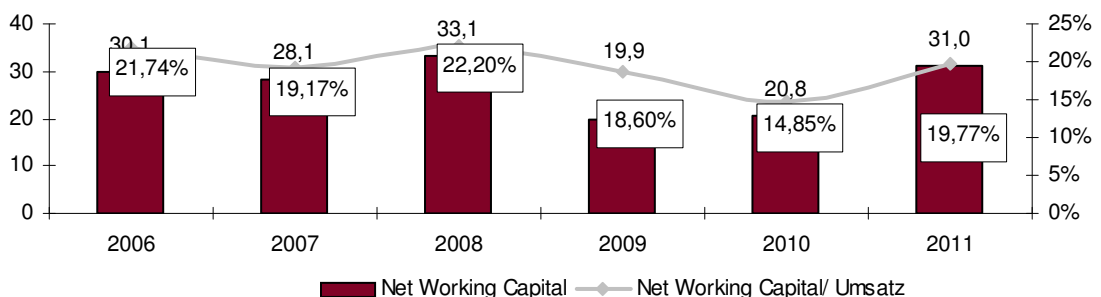
Entwicklung Nettoverschuldung (in Mio. €)



Quelle: Greiffenberger; GBC

Der Anstieg der Nettoverschuldung per Ende Dezember 2012 (siehe obige Graphik) ist im Wesentlichen auf eine Veränderung des Net Working Capitals zurückzuführen. Die Vorräte und die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen erhöhten sich in der Berichtsperiode um annähernd 10 Mio. €. Neben stichtagsbedingten Faktoren und dem gestiegenen Umsatzvolumen ist diese Entwicklung auch durch einen verstärkten Lageraufbau bei Eberle in China zu erklären.

Working Capital Management



Quelle: Greiffenberger; GBC

Die Investitionen lagen in 2011 fast auf Abschreibungsniveau, so dass das operative Anlagevermögen im Konzern mit knapp 57 Mio. € unverändert geblieben ist. Den höchsten Investitionsbedarf hatte wie bereits im Vorjahr die Tochtergesellschaft BKP mit rund 2,2 Mio. € (VJ: 6,4 Mio. €). Am neuen Standort in Velten wurden die Produktionskapazitäten durch die Inbetriebnahme einer weiteren Fertigungsanlage um 50 % erhöht.

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 Umwelttechnik und Energieeffizienz

Schwächen

- Noch zu geringe Eigenkapitalquote
- Hohe Zinszahlungen belasten den Jahresüberschuss
- Nur geringe Synergieeffekte zwischen den Tochterunternehmen
- ABM mit einer EBIT-Marge, die unter dem Branchendurchschnitt liegt

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
- Deutliche Steigerung der Marge bei ABM infolge des Programms „Impuls 2011“

Risiken

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

Prognose und Modellannahmen

| in Mio. € | GJ 2012e (neu) | GJ 2012e (alt) | GJ 2013e |
|------------------|----------------|----------------|----------------|
| Umsatzerlöse | 163,00 | 150,00 | 169,00 |
| EBITDA (Marge) | 16,63 (10,2 %) | 15,45 (10,3 %) | 18,74 (11,1 %) |
| EBIT (Marge) | 10,03 (6,2 %) | 8,75 (5,8 %) | 12,04 (7,1 %) |
| Jahresüberschuss | 3,93 | 3,73 | 5,78 |
| EPS | 0,81 | 0,77 | 1,19 |

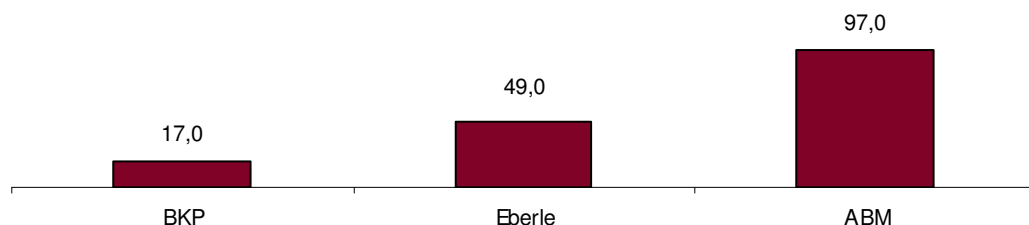
Quelle: GBC

Umsatzprognosen - Umsatzprognose angehoben

Mit Vorlage der endgültigen Zahlen für das Geschäftsjahr 2011 haben wir unsere Schätzungen deutlich nach oben angepasst. Anstatt eines leichten Umsatzrückgangs rechnen wir nunmehr mit einem moderaten Zuwachs auf Konzernebene. Dabei sollte das Umsatzwachstum von allen drei Tochterunternehmen gleichermaßen unterstützt werden. Für die Greiffenberger AG erwarten wir einen Umsatzzuwachs von 4,1 % auf 163,00 Mio. € (bisher: 150,00 Mio. €). Unterstützend wirkt hier die derzeitige komfortable Auftragsituation mit einem Book-to-Bill von mehr als 1.

Das nachstehende Schaubild zeigt unsere Umsatzerwartung für das laufende Geschäftsjahr 2012 nach den einzelnen Segmenten.

Umsatzerwartung für 2012 (in Mio. €)



Quelle: GBC

Das prozentual stärkste Wachstum sehen wir mit 6,7 % bei der Tochtergesellschaft BKP. Nach dem erfolgten Umzug in 2011 kann **BKP** ihren vollen Fokus auf das Voranbringen des operativen Geschäfts richten. Zudem wurden die Produktionskapazitäten im Schlauchliner-Bereich deutlich ausgeweitet. Weitere Impulse erwarten wir uns zudem durch den Ausbau des ausländischen Partnergeschäfts.

Der weltweite Stahlverbrauch sollte nach unserer Einschätzung auch in 2012 auf einem hohen Niveau bleiben. Aufgrund der guten internationalen Positionierung sollte Eberle hier von profitieren, so dass wir bei **Eberle** ein Umsatzwachstum in 2012 von rund 6 % auf 49,00 Mio. € erwarten.

Bei **ABM** gehen wir von einem leichten Wachstum von knapp 3 % auf 97,00 Mio. € aus. Hier sollte ABM nach unserer Ansicht getreu dem Motto –Ergebnis vor Umsatz– handeln, so dass auf weniger profitable Aufträge zukünftig verzichtet werden könnte. Dies sollte einem stärkeren Zuwachs im Wege stehen.

Ergebnisprognosen - EBIT von mehr als 10 Mio. € erwartet

Auf der Ergebnisseite erwarten wir im laufenden Geschäftsjahr 2012 eine deutliche Verbesserung. Für 2012 sehen wir das EBIT auf 10,03 Mio. € (bisher: 8,75 Mio. €) ansteigen. Als wesentlicher Ergebnistreiber ist dabei eine Normalisierung bei den Materialkosten zu nennen. Gleichzeitig sollten die in den letzten Monaten durchgesetzten Preiserhöhungen einen positiven Einfluss auf die Rohertragsmarge haben.

Insbesondere bei der Tochtergesellschaft ABM gehen wir von einer weiteren Erhöhung der EBIT-Marge aus. Bereits in 2012 sollte das Ergebnisverbesserungsprogramm „**Impuls 2011**“ eine erste sichtbare Wirkung entfalten. Als mittelfristiges Ziel wurde vom Management eine EBIT-Marge von rund 8 % definiert. Eine EBIT-Marge von rund 8 % konnte ABM in der Vergangenheit schon erreichen. Auch bei BKP erwarten wir infolge des Umsatzanstiegs sowie des Wegfalls der Mehrbelastungen aus dem Umzug im laufenden Geschäftsjahr eine Verbesserung der Margensituation.

Unter Berücksichtigung eines negativen Finanzergebnisses von -4,50 Mio. € sowie einer unterstellten Steuerquote von 29,0 % ergibt sich ein **Gewinn je Aktie von 0,81 €**. Eine wesentliche Verbesserung des Finanzergebnisses erwarten wir erst im kommenden Geschäftsjahr 2013 (GBC-Schätzung: -3,90 Mio. €). Hier dürfte der positive Effekt aus der Neustrukturierung der Konzernfinanzierung zu deutlich günstigeren Konditionen voll zum Tragen kommen.

Ausgehend vom derzeitigen Aktienkurs bei rund 6 € errechnet sich somit ein 2012er KGV von lediglich 7, was wir als sehr attraktiv erachten. Zudem liegt der Buchwert mit 6,33 € über dem aktuellen Aktienkurs. Auch die Kennzahl EV/EBITDA für 2012 von 5,1 indiziert eine Unterbewertung der Aktie.

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 3,0 % angenommen. Als Ziel EBIT-DA-Marge haben wir 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 2,00 % (bisher: 3,25 %).

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 1,52.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,4 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 75 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,2 %.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,2 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2011 entspricht als Kursziel 11,20 €.

Damit haben wir das bisherige Kursziel von 10,40 € leicht nach oben angepasst.

Greiffenberger AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

| consistency - Phase | | final - Phase | |
|----------------------------------|-------|----------------------------------|-------|
| Umsatzwachstum | 3,0% | ewiges Umsatzwachstum | 2,0% |
| EBITDA-Marge | 11,0% | ewige EBITA - Marge | 7,6% |
| AFA zu operativen Anlagevermögen | 11,8% | effektive Steuerquote im Endwert | 29,0% |
| Working Capital zu Umsatz | 19,5% | | |

dreistufiges DCF - Modell:

| Phase in Mio. EUR | estimate | | consistency | | | | | | final Endwert |
|-------------------------------------|----------|----------|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|------------------|
| | GJ 2012e | GJ 2013e | GJ 2014e | GJ 2015e | GJ 2016e | GJ 2017e | GJ 2018e | GJ 2019e | |
| Umsatz (US) | 163,00 | 169,00 | 174,07 | 179,29 | 184,67 | 190,21 | 195,92 | 201,79 | |
| US Veränderung | 4,1% | 3,7% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 2,0% |
| US zu operativen Anlagevermögen | 2,86 | 2,96 | 3,05 | 3,11 | 3,19 | 3,25 | 3,35 | 3,45 | |
| EBITDA | 16,63 | 18,74 | 19,15 | 19,72 | 20,31 | 20,92 | 21,55 | 22,20 | |
| EBITDA-Marge | 10,2% | 11,1% | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% | |
| EBITA | 10,03 | 12,04 | 12,45 | 13,02 | 13,55 | 14,12 | 14,68 | 15,32 | |
| EBITA-Marge | 6,2% | 7,1% | 7,2% | 7,3% | 7,3% | 7,4% | 7,5% | 7,6% | 7,6% |
| Steuern auf EBITA | -2,91 | -3,49 | -3,61 | -3,78 | -3,93 | -4,09 | -4,26 | -4,44 | |
| zu EBITA | 29,0% | 29,0% | 29,0% | 29,0% | 29,0% | 29,0% | 29,0% | 29,0% | 29,0% |
| EBI (NOPLAT) | 7,12 | 8,55 | 8,84 | 9,25 | 9,62 | 10,02 | 10,42 | 10,88 | |
| Kapitalrendite | 8,1% | 9,7% | 9,8% | 10,2% | 10,4% | 10,7% | 10,9% | 11,3% | 11,4% |
| Working Capital (WC) | 31,00 | 32,80 | 33,79 | 34,80 | 35,84 | 36,92 | 38,03 | 39,17 | |
| WC zu Umsatz | 19,0% | 19,4% | 19,4% | 19,4% | 19,4% | 19,4% | 19,4% | 19,4% | |
| Investitionen in WC | -0,04 | -1,80 | -0,99 | -1,01 | -1,04 | -1,08 | -1,11 | -1,14 | |
| Operatives Anlagevermögen (OAV) | 57,00 | 57,00 | 57,00 | 57,57 | 57,92 | 58,49 | 58,49 | 58,49 | |
| AFA auf OAV | -6,60 | -6,70 | -6,70 | -6,70 | -6,76 | -6,81 | -6,87 | -6,87 | |
| AFA zu OAV | 11,6% | 11,8% | 11,8% | 11,8% | 11,8% | 11,8% | 11,8% | 11,8% | |
| Investitionen in OAV | -6,61 | -6,70 | -6,70 | -7,27 | -7,11 | -7,38 | -6,87 | -6,87 | |
| Investiertes Kapital | 88,00 | 89,80 | 90,79 | 92,37 | 93,76 | 95,41 | 96,52 | 97,66 | |
| EBITDA | 16,63 | 18,74 | 19,15 | 19,72 | 20,31 | 20,92 | 21,55 | 22,20 | |
| Steuern auf EBITA | -2,91 | -3,49 | -3,61 | -3,78 | -3,93 | -4,09 | -4,26 | -4,44 | |
| Investitionen gesamt | -6,65 | -8,50 | -7,68 | -8,28 | -8,15 | -8,46 | -7,98 | -8,01 | |
| Investitionen in OAV | -6,61 | -6,70 | -6,70 | -7,27 | -7,11 | -7,38 | -6,87 | -6,87 | |
| Investitionen in WC | -0,04 | -1,80 | -0,99 | -1,01 | -1,04 | -1,08 | -1,11 | -1,14 | |
| Investitionen in Goodwill | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | |
| Freie Cashflows | 7,07 | 6,75 | 7,85 | 7,66 | 8,23 | 8,37 | 9,31 | 9,74 | 126,68 |
| Wert operatives Geschäft (Stichtag) | 108,91 | 112,20 | | | | | | | |
| Barwert expliziter FCFs | 40,56 | 37,55 | | | | | | | |
| Barwert des Continuing Value | 68,35 | 74,65 | | | | | | | |
| Nettoschulden (Net debt) | 54,73 | 51,88 | | | | | | | |
| Barwert aller Optionsrechte | 0,00 | 0,00 | | | | | | | |
| Wert des Eigenkapitals | 54,18 | 60,32 | | | | | | | |
| Fremde Gewinnanteile | 0,00 | 0,00 | | | | | | | |
| Wert des Aktienkapitals | 54,19 | 60,32 | | | | | | | |
| Ausstehende Aktien in Mio. | 4,839 | 4,839 | | | | | | | |
| Fairer Wert der Aktie in EUR | 11,20 | 12,46 | | | | | | | |

Kapitalkostenermittlung :

| | |
|--------------------|-------------|
| risikolose Rendite | 2,0% |
| Marktrisikoprämie | 5,5% |
| Beta | 1,52 |
| Eigenkapitalkosten | 10,3% |
| Zielgewichtung | 75,0% |
| Fremdkapitalkosten | 7,5% |
| Zielgewichtung | 25,0% |
| Taxshield | 22,5% |
| WACC | 9,2% |

WACC

| | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Kapitalrendite | 8,2% | 8,7% | 9,2% | 9,7% | 10,2% |
| 7,4% | 7,08 | 6,05 | 5,16 | 4,40 | 3,74 |
| 9,4% | 10,82 | 9,39 | 8,18 | 7,13 | 6,22 |
| 11,4% | 14,56 | 12,74 | 11,20 | 9,87 | 8,71 |
| 13,4% | 18,30 | 16,09 | 14,22 | 12,60 | 11,20 |
| 15,4% | 22,03 | 19,44 | 17,23 | 15,33 | 13,69 |

Fazit

Rekordumsatz in 2011; Wachstum wird sich in 2012 fortsetzen, Kursziel erhöht

Die Greiffenberger AG kann auf ein erfolgreiches Geschäftsjahr 2011 zurückblicken. Der Konzern verzeichnete ein deutliches Wachstum von annähernd 12 %. Mit einem Niveau von über 156 Mio. € erzielte die Greiffenberger AG den höchsten Umsatz in der bisherigen Unternehmenshistorie. Hierzu leisteten alle drei Tochterunternehmen ABM, Eberle und BKP ihren Beitrag. Das operative Ergebnis wurde durch den starken Anstieg der Materialpreise, insbesondere in der ersten Jahreshälfte, belastet. Hier konnten erst mit einer gewissen Zeitverzögerung die gestiegenen Materialkosten an die Kunden weitergegeben werden. Zudem verursachte der Umzug von BKP an den neuen Standort in Velten Einmalaufwendungen.

Die bilanzielle Lage bei der Greiffenberger AG hat sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 weiter verbessert. Die Eigenkapitalquote der Gesellschaft hat sich per Ende Dezember 2011 auf über 25 % erhöht. Die Ziel-Eigenkapitalquote von 33 % ist damit in Sichtweite. Der Anstieg der Nettoverschuldung ist im Wesentlichen einer Veränderung des Net Working Capitals geschuldet. Dank des erfolgreichen Abschlusses eines neuen Konsortialkredits zu günstigeren Konditionen wird die Greiffenberger AG hiervon in den kommenden Jahren stark profitieren.

Die Tochterunternehmen sind in wachstumsträchtigen Marktnischen tätig und haben sich in den Bereichen Energieeffizienz und Umwelttechnik eine gute Marktposition erarbeitet. Wir sind daher zuversichtlich, dass sich das Wachstum auch in 2012 und 2013 fortsetzt. Für die beiden kommenden Jahre rechnen wir mit einem Zuwachs von jeweils rund 4 %.

Auf der Ergebnisseite sehen wir das größte Potential bei der Tochtergesellschaft ABM. Hier lag die EBIT-Marge in 2011 bei 3,7 %. Auf mittelfristige Sicht soll die EBIT-Marge wieder in die Region von 8 % gesteigert werden. Auch vor diesem Hintergrund wurde das Ergebnisverbesserungsprogramm „**Impuls 2011**“ gestartet, welches bereits in 2012 Wirkung zeigen sollte. Auf Konzernebene rechnen wir für 2012 mit einem EBIT von größer 10 Mio. € sowie einem Gewinn je Aktie von 0,81 €.

Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir das Kursziel für die Aktie der Greiffenberger AG leicht auf 11,20 € (bisher: 10,40 €) erhöht. Auch diverse andere Bewertungskennzahlen (KGV, EV/EBITDA, Buchwert) indizieren eine Unterbewertung der Aktie. Ausgehend vom aktuell niedrigen Kursniveau sehen wir somit ein exzellentes Chance-Risiko-Verhältnis für Investoren.

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 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 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