



## Researchstudie (Update)



### **Deutliches Wachstum bei ABM und BKP - Einmalkosten belasten Finanzergebnis - Aktie klar unterbewertet**

**Kursziel: 11,00 €**

**Rating: Kaufen**

---

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

---

## Greiffenberger AG <sup>\*5,7</sup>

**Kursziel: 11,00**

aktueller Kurs: 5,40  
23.8.2012 / ETR

Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE0005897300

WKN: 589730

Börsenkürzel: GRF

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 4,839

Marketcap<sup>3</sup>: 26,13  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 83,43  
<sup>3</sup> 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 Leopold  
[leipold@gbc-ag.de](mailto:leipold@gbc-ag.de)

Felix Gode  
[gode@gbc-ag.de](mailto:gode@gbc-ag.de)

\* Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf  
Seite V

### Unternehmensprofil

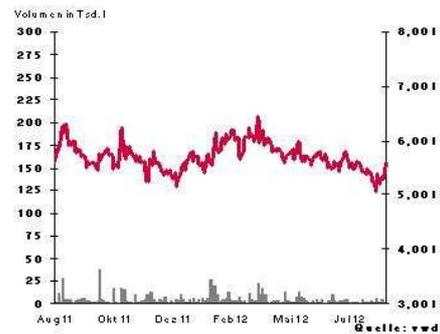
Branche: Industrie

Fokus: Antriebstechnik, Sägeblätter/ Bandstahl,  
Kanalsanierungstechnologie

Mitarbeiter: 944 Stand: 30.6.2012

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	162,00	169,00
EBITDA	14,39	14,78	16,02	18,74
EBIT	7,74	8,32	9,52	12,04
Jahresüberschuss	1,84	2,52	2,99	5,78

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,41	0,52	0,62	1,19
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,60	0,53	0,52	0,49
EV/EBITDA	5,80	5,64	5,21	4,45
EV/EBIT	10,78	10,03	8,76	6,93
KGV	14,20	10,37	8,74	4,52
KBV		0,85		

### Finanztermine:

#### Datum: Ereignis

08.11.2012: Q3-Zahlen  
06.12.2012: 14. MKK

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

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

2.5.2012: RS / 11,20 / KAUFEN  
14.2.2012: RG / 10,40 / KAUFEN  
9.11.2011: RC / 10,40 / KAUFEN  
5.9.2011: RG / 10,40 / KAUFEN  
30.8.2011: RS / 10,40 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

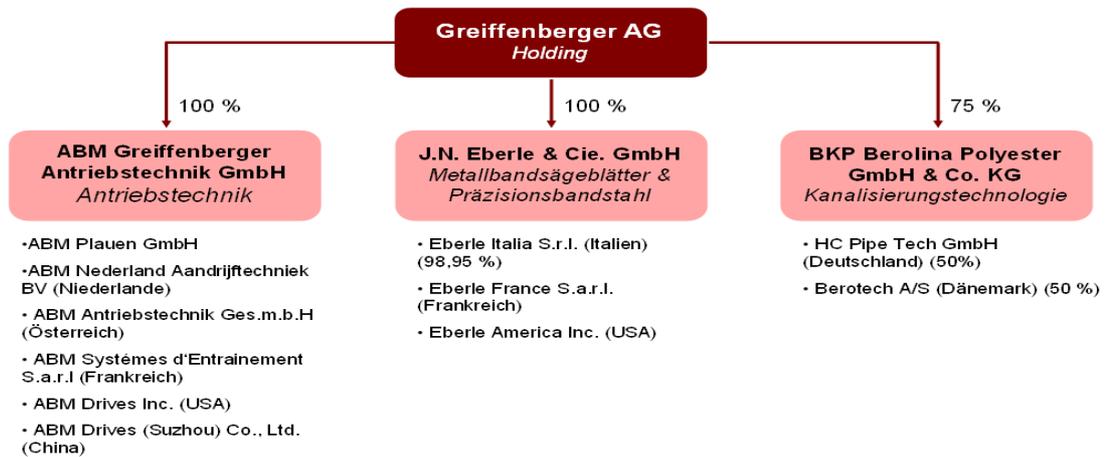
\*\* oben aufgeführte Researchstudie kann unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

# 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:

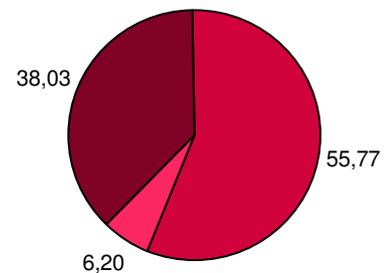


Quelle: Greiffenberger, GBC

## Aktionärsstruktur

Anteilseigner	30.06.2012
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

## Unternehmensentwicklung & Prognose

### Geschäftsentwicklung 1. HJ 2012

in Mio. €	HJ 2011	Δ 2011/2012	HJ 2012
Umsatzerlöse	75,27	+8,7 %	81,81
EBITDA	6,67	+22,6 %	8,18
EBITDA-Marge	8,9 %	+1,1 Pp.	10,0 %
EBIT	3,38	+ 46,4 %	4,95
EBIT-Marge	4,5 %	+1,6 Pp.	6,1 %
Jahresüberschuss	0,74	+44,5 %	1,07
EPS in €	0,15	+44,5 %	0,22

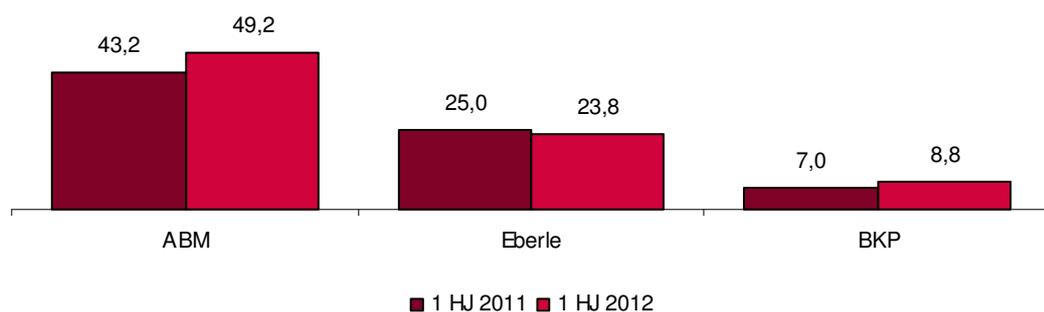
Quelle: Greiffenberger; GBC

### Umsatzentwicklung - ABM und BKP verzeichnen deutliches Wachstum

Die Greiffenberger AG konnte von dem guten konjunkturellen Umfeld profitieren und kann auf ein erfolgreiches erstes Halbjahr 2012 zurückblicken. Auf Konzernebene verzeichnete die Gesellschaft in der ersten Jahreshälfte ein deutliches Wachstum von 8,7 % auf 81,81 Mio. € (VJ: 75,27 Mio. €), was im Rahmen unserer Erwartungen lag. Während die Wachstumsrate im ersten Quartal 2012 bei 10,3 % lag, hat sich die Dynamik im zweiten Quartal 2012 mit einer Steigerungsrate von 7,1 % leicht abgeschwächt. Die Auftragseingänge lagen im ersten Halbjahr 2012 mit 78,0 Mio. € auf einem soliden Niveau, allerdings leicht unter den erzielten Umsätzen sowie unter den Ordereingängen des vergleichbaren Vorjahreszeitraums (VJ: 83,3 Mio. €). Dies ist nach unserer Einschätzung ein Anzeichen für eine sich leicht eintrübende Konjunktur. Zudem haben sich die Produktions- und Durchlaufzeiten vor allem bei ABM infolge des Effizienzsteigerungsprogramms verkürzt, was zu einem kürzeren Bestellverhalten der Kunden geführt hat.

Das Wachstum im ersten Halbjahr 2012 wurde dabei von den beiden Tochterunternehmen ABM und BKP getragen.

**Umsatzentwicklung der Tochterunternehmen (in Mio. €)**



Quelle: Greiffenberger; GBC

Die größte Tochtergesellschaft ABM verzeichnete im ersten Halbjahr eine erfreuliche operative Entwicklung und konnte die Umsätze im Berichtszeitraum deutlich um 13,8 % auf 49,19 Mio. € (VJ: 43,20 Mio. €) steigern. Dies entspricht einem Anteil an den Konzernumsätzen von rund 60 %. Hier profitierte ABM vor allem von der weiterhin hohen Nachfrage der Bestandskunden sowohl aus den traditionellen Branchen, wie Gabelstapler, Hebetchnik und Industrie, als auch aus den vergleichsweise neueren Branchen E-Mobilität, Lagerlogistik und Biomasseheizungen.

Als hervorragend ist des Weiteren die Entwicklung der Tochtergesellschaft BKP zu bezeichnen. Nach dem erfolgten Umzug an den neuen Standort Veltlen im vergangenen Jahr

konnte sich das Management hier voll auf das operative Geschäft fokussieren. Die Umsätze erhöhten sich im ersten Halbjahr 2012 eindrucksvoll um 25,8 % auf 8,84 Mio. € (VJ: 7,03 Mio. €). Dank des breiten internationalen Partnernetzwerkes konnte BKP eine Reihe von Schlauchliner-Projekten im Ausland gewinnen und abwickeln, die sich im ersten Halbjahr 2012 positiv auf der Umsatzseite ausgewirkt haben. Zudem lagen die Umsätze im Bereich Rohrummantelung mit geschätzten rund 2 Mio. € auf einem sehr hohen Niveau.

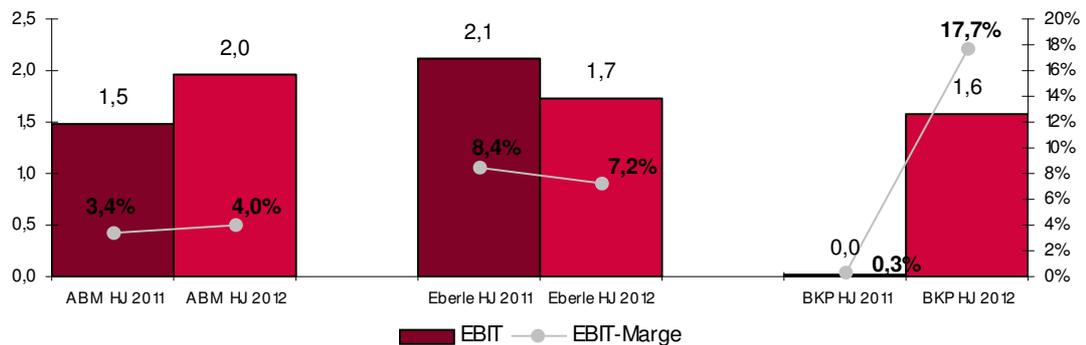
Bei Eberle lagen die Umsatzerlöse nach den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2012 bei 23,79 Mio. € und damit 5,0 % unter dem Vorjahr (VJ: 25,04 Mio. €). Dies ist neben der sehr hohen Vorjahresbasis auch dem tendenziell eher frühzyklischen Charakter von Eberle geschuldet. Gegenüber dem zweiten Halbjahr 2011 konnte sogar ein Zuwachs von 12,2 % verzeichnet werden.

### Ergebnisentwicklung - Sondereffekte belasten das Finanzergebnis

Sehr positiv hat sich im ersten Halbjahr 2012 die Materialaufwandsquote entwickelt. Mit 49,9 % lag diese deutlich unter dem Vorjahresniveau von 51,4 %. Neben einer grundsätzlichen Entspannung an den Rohstoffmärkten haben hierzu auch die im Rahmen des Effizienzsteigerungsprogramms „Impuls 2011“ eingeleiteten Maßnahmen bei ABM bereits erste Wirkung gezeigt.

Die verbesserte Rohertragsmarge in Verbindung mit einem leicht unterproportionalen Anstieg der Personalkostenquote hatten zur Folge, dass sich das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) im ersten Halbjahr 2012 auf 4,95 Mio. € gegenüber 3,38 Mio. € erhöhte. Dies entspricht einer soliden EBIT-Marge von 6,1 % (VJ: 4,5 %).

**Entwicklung EBIT und EBIT-Marge der Tochterunternehmen**



Quelle: Greiffenberger; GBC

Bei ABM konnte die EBIT-Marge im ersten Halbjahr 2012 auf 4,0 % gesteigert werden. Neben Skaleneffekten infolge des Umsatzanstiegs sind hierfür auch schon erste Effekte aus dem Effizienzsteigerungsprogramm sichtbar. Mittelfristig strebt ABM eine EBIT-Marge von 8 % an. Hieraus ergibt sich das größte Ertragspotential für die Greiffenberger-Gruppe in den kommenden Jahren. Die EBIT-Marge von fast 18 % bei BKP erklärt sich durch die hervorragende Geschäftsentwicklung im saisonal bedingt eher schwächeren ersten Halbjahr 2012. Im Vorjahr belasteten zudem noch Aufwendungen im Zusammenhang mit dem Umzug das Ergebnis von BKP.

Das Finanzergebnis im ersten Halbjahr 2012 war durch diverse Sondereffekte geprägt und fiel daher mit -3,28 Mio. € (VJ: -2,23 Mio. €) ungewöhnlich hoch aus. Einerseits führte die Marktbewertung im Rahmen der Neuordnung der Konzernfinanzierung abgeschlossenen Zinssicherung, die keinen spekulativen Charakter hat, zu einem nicht liquiditätswirksamen Aufwand von rund 0,6 Mio. €. In Abhängigkeit von der Entwicklung des Zinsniveaus sollte dies nach unserer Einschätzung in den Folgeperioden wieder zu einem positiven Sonderertrag führen. Des Weiteren verursachte die vorzeitige Teilrückführung des Genusssscheinkapitals in Höhe von 2,5 Mio. € sowie die komplette Neuordnung der Konzernfinanzierung Einmalkosten von rund 0,5 Mio. €.

## Bilanzielle und finanzielle Situation - Eigenkapitalquote leicht auf 25,2 % erhöht

Die finanzielle Lage der Greiffenberger AG hat sich infolge des positiven Jahresüberschusses weiter verbessert. Sowohl das Eigenkapital als auch die Eigenkapitalquote haben sich zum Stichtag 30.6.2012 auf 31,79 Mio. € (31.12.2011: 30,65 Mio. €) respektive 25,2 % (31.12.2011: 25,1 %) erhöht.

Die Nettoverschuldung lag per Ende Juni 2012 bei 41,58 Mio. € und damit rund 1 Mio. € höher als zum Geschäftsjahresende 2011. Der leicht negative freie Cash Flow ist im Zusammenhang mit einem höheren Working Capital infolge der deutlichen Geschäftsausweitung zu sehen. Die Investitionen beliefen sich im ersten Halbjahr 2012 auf rund 2,6 Mio. € und lagen damit unterhalb der Abschreibungen.

Auf Basis des Gesamtjahres 2012 rechnen wir allerdings mit einem Rückgang beim Working Capital, so dass der freie Cash Flow bei mindestens 4 Mio. € liegen sollte. Dies sollte gemäß unseren Prognosen zu einer entsprechenden Reduzierung der Nettoverschuldung auf unter 37 Mio. € führen.

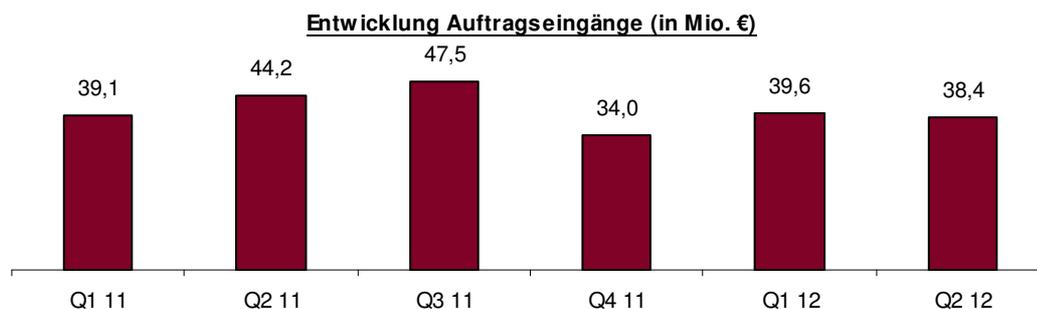
## Prognose und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 2012e (neu)	GJ 2012e (alt)	GJ 2013e
Umsatzerlöse	162,00	163,00	169,00
EBITDA (Marge)	16,02 (9,9%)	16,63 (10,2 %)	18,74 (11,1 %)
EBIT (Marge)	9,52 (5,9 %)	10,03 (6,2 %)	12,04 (7,1 %)
Jahresüberschuss	2,99	3,93	5,78
EPS	0,62	0,81	1,19

Quelle: GBC

### Umsatzprognosen - Moderates Wachstum von 3,4 % in 2012 erwartet

Für das laufende Geschäftsjahr 2012 erwarten wir auf Konzernebene ein Umsatzwachstum um 3,4 % auf 162,00 Mio. € (bisher: 163,00 Mio. €). Vor dem Hintergrund der sich leicht abschwächenden Ordereingänge in den beiden ersten Quartalen sowie den vorhandenen Unsicherheiten hinsichtlich der konjunkturellen Lage haben wir unsere Umsatzschätzung geringfügig reduziert.



Quelle: Greiffenberger; GBC

Bei ABM und BKP rechnen wir in 2012 jeweils mit einem Umsatzwachstum im einstelligen Prozentbereich. Die hohen Wachstumsraten des ersten Halbjahres sollten sich nach unserer Einschätzung in der zweiten Jahreshälfte nicht wiederholen lassen und entsprechend abschwächen.

BKP erzielte im ersten Halbjahr 2012 einen Umsatz von geschätzt rund 2 Mio. € im Bereich der Ummantelung von Gasrohren, welcher sich in dieser Höhe in der zweiten Jahreshälfte nicht wiederholen sollte. Hier rechnen wir mit den nächsten Folgeaufträgen erst in 2013.

Bei Eberle gehen wir davon aus, dass der Umsatzrückstand nach dem ersten Halbjahr 2012 noch aufgeholt wird. Der Umsatz von Eberle lag im zweiten Halbjahr 2011 mit 21,20 Mio. € auf einem moderaten Niveau und sollte auch bei einem konjunkturell herausfordernden Umfeld übertroffen werden können. Bislang hatten wir bei Eberle einen leichten Umsatzanstieg in 2012 antizipiert.

Für das kommende Geschäftsjahr 2013 erwarten wir unverändert ein Umsatzvolumen von 169,00 Mio. €.

## Ergebnisprognosen - EBITDA-Marge für 2012 bei knapp 10 % erwartet

Die EBITDA-Schätzung für 2012 haben wir leicht auf 16,02 Mio. € (bisher: 16,63 Mio. €) nach unten angepasst. Damit tragen wir der geringeren Umsatzprognose Rechnung. Der Vorstand hat mit Vorlage des Halbjahres-Berichts die Ergebnisprognose konkretisiert und erwartet für 2012 nunmehr ein EBITDA in der Spanne von 14,5 Mio. € bis 17 Mio. €.

Als den größten Ertragstreiber in den kommenden Jahren erachten wir die Tochtergesellschaft ABM. ABM hat sich als ein marktführender Anbieter von effizienten und energiesparenden Antriebslösungen etabliert und befindet sich nach unserer Ansicht auf einem guten Weg die Margensituation nachhaltig zu verbessern. Zum Halbjahr 2012 konnte dieser Wert bereits auf 4,0 % gesteigert werden. Bis zum mittelfristigen Ziel von 8 % ist hier noch ein beträchtliches Potential vorhanden. Bereits in der Vergangenheit konnte ABM eine EBIT-Marge in dieser Größenordnung erreichen und auch der kürzlich veräußerte Konkurrent Schabmüller erzielte laut Pressemeldungen EBIT-Margen in dieser Höhe.

Vor diesem Hintergrund halten wir unsere Annahme einer nachhaltigen EBITDA-Marge von 11 % auf Konzernebene ab 2013 für realistisch.

Das EBIT sollte sich in 2012 auf 9,52 Mio. € (bisher: 10,03 Mio. €) belaufen, was einer EBIT-Marge von 5,9 % (bisher: 6,2 %) entspricht.

Aufgrund der Sonderaufwendungen im ersten Halbjahr 2012 wird das Finanzergebnis des Geschäftsjahres 2012 mit erwarteten -5,30 Mio. € deutlich negativ ausfallen. Bislang hatten wir hier mit einem Finanzergebnis von -4,50 Mio. € gerechnet. Es ist jedoch festzuhalten, dass sich aus der Marktbewertung der Zinsderivate in den Folgeperioden voraussichtlich ein positiver Ertrag ergeben wird. Zudem handelt es sich hierbei um einen nicht liquiditätswirksamen Effekt, so dass sich dieser nicht in der Cash-Flow Rechnung niederschlägt.

Für das Gesamtjahr 2012 sehen wir die Konzernsteuerquote unverändert bei 29,0 %. Folglich sollte sich der Gewinn je Aktie (EPS) auf 0,62 € (bisher: 0,81 €) belaufen. Die reduzierte EPS-Schätzung erklärt sich neben dem leicht geringeren EBIT durch die einmaligen Aufwendungen im Zusammenhang mit Neugestaltung der Konzernfinanzierung sowie der Bewertung der Zinsderivate.

Der freie Cash Flow sollte nach unseren Prognosen in 2012 bei rund 4 Mio. € liegen und damit deutlich positiv ausfallen und zu einer Reduzierung der Nettoverschuldung führen. Der positive Jahresüberschuss in Verbindung mit einem leicht rückläufigen Working Capital sollte dies ermöglichen. Die Investitionen sollten gemäß unserer Schätzung mit rund 6,5 Mio. € auf dem Niveau der Abschreibungen liegen.

## Bewertung

### DCF-Bewertung

#### Modellannahmen

Die Greiffenberger AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2012 und 2013 in Phase 1, erfolgt von 2014 bis 2019 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 Steuerquote von 29,0 %.

#### 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 %.

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 80 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,4 %.

#### 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 2013 entspricht als Kursziel 11,00 €.**

**Damit haben wir das bisherige Kursziel von 11,20 € leicht nach unten angepasst.**

## Greiffenberger AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

### Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%	ewiges Umsatzwachstum	1,0%
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	19,4%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final
	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	Endwert
Umsatz (US)	162,00	169,00	174,07	179,29	184,67	190,21	195,92	201,79	
US Veränderung	3,4%	4,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	1,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,84	2,96	3,05	3,11	3,18	3,27	3,35	3,45	
EBITDA	16,02	18,74	19,15	19,72	20,31	20,92	21,55	22,20	
EBITDA-Marge	9,9%	11,1%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	
EBITA	9,52	12,04	12,45	13,02	13,55	14,10	14,71	15,32	
EBITA-Marge	5,9%	7,1%	7,2%	7,3%	7,3%	7,4%	7,5%	7,6%	7,6%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-2,76	-3,49	-3,61	-3,78	-3,93	-4,09	-4,27	-4,44	
	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
EBI (NOPLAT)	6,76	8,55	8,84	9,25	9,62	10,01	10,44	10,88	
Kapitalrendite	7,7%	9,7%	9,8%	10,2%	10,4%	10,7%	11,0%	11,3%	11,2%
Working Capital (WC)	31,00	32,80	33,79	34,80	35,84	36,92	38,03	39,17	
WC zu Umsatz	19,1%	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	58,03	58,24	58,53	58,53	
AFA auf OAV	-6,50	-6,70	-6,70	-6,70	-6,76	-6,82	-6,84	-6,88	
AFA zu OAV	11,4%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	
Investitionen in OAV	-6,51	-6,70	-6,70	-7,27	-7,23	-7,02	-7,13	-6,88	
Investiertes Kapital	88,00	89,80	90,79	92,37	93,88	95,16	96,55	97,70	
EBITDA	16,02	18,74	19,15	19,72	20,31	20,92	21,55	22,20	
Steuern auf EBITA	-2,76	-3,49	-3,61	-3,78	-3,93	-4,09	-4,27	-4,44	
Investitionen gesamt	-6,55	-8,50	-7,68	-8,28	-8,27	-8,10	-8,24	-8,02	
Investitionen in OAV	-6,51	-6,70	-6,70	-7,27	-7,23	-7,02	-7,13	-6,88	
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	6,70	6,75	7,85	7,66	8,12	8,73	9,04	9,74	118,54
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	103,27	106,27							
Barwert expliziter FCFs	40,23	37,28							
Barwert des Continuing Value	63,04	68,99							
Nettoschulden (Net debt)	55,90	53,05							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	47,37	53,22							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	47,38	53,23							
Ausstehende Aktien in Mio.	4,839	4,839							
Fairer Wert der Aktie in EUR	9,79	11,00							

### Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,52
Eigenkapitalkosten	10,3%
Zielgewichtung	80,0%
Fremdkapitalkosten	7,5%
Zielgewichtung	20,0%
Taxshield	22,5%
WACC	9,4%

### Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

WACC	Kapitalrendite				
	8,4%	8,9%	9,4%	9,9%	10,4%
7,2%	7,16	6,24	5,43	4,72	4,10
9,2%	10,49	9,28	8,21	7,28	6,45
11,2%	13,83	12,32	11,00	9,84	8,81
13,2%	17,17	15,36	13,78	12,40	11,17
15,2%	20,50	18,40	16,57	14,95	13,53

## Fazit

Deutliches Wachstum im 1. HJ 2012; Einmaleffekte belasten das Finanzergebnis

Die Greiffenberger AG kann auf ein erfolgreiches erstes Halbjahr 2012 zurückblicken. Der Konzern verzeichnete in den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2012 ein deutliches Umsatzwachstum von 8,7 %. Das Wachstum wurde dabei von den beiden Tochterunternehmen ABM und BKP getragen. Die Tochtergesellschaft Eberle lag bei den Umsatzerlösen aufgrund des hohen Basiseffekts leicht unter dem Vorjahresniveau.

Das EBIT konnte im ersten Halbjahr 2012 gegenüber dem Vorjahr deutlich verbessert werden und lag mit knapp 5 Mio. € voll im Rahmen der Erwartungen. Alle drei Tochterunternehmen leisteten dabei einen positiven Ergebnisbeitrag. Das Finanzergebnis wurde durch eine Reihe einmaliger Sondereffekte belastet, so dass dieses im ersten Halbjahr 2012 mit -3,28 Mio. € ungewöhnlich hoch ausfiel.

Unsere EBIT-Schätzung für das laufende Geschäftsjahr 2012 haben wir infolge der zunehmenden konjunkturellen Unsicherheiten leicht auf 9,52 Mio. € (bisher: 10,03 Mio. €) reduziert. Dies entspricht einer EBIT-Marge von knapp 6 %. Für 2013 und die Folgeperioden rechnen wir auf Konzernebene unverändert mit einer EBIT-Marge von über 7 %, was auf die nachhaltige Verbesserung der Ertragssituation bei ABM zurückzuführen ist.

Bei der Reduzierung der Nettoverschuldung sollten nach unserer Einschätzung in der zweiten Jahreshälfte Fortschritte erreicht werden. Wir gehen hier infolge des Jahresüberschusses sowie eines rückläufigen Working Capitals von einem positiven freien Cash Flow aus, so dass die Nettoverschuldung auf deutlich unter 40 Mio. € zurückgehen sollte.

**Die Adjustierungen der Prognosen führen zu einem leichten Rückgang des ermittelten Kursziels von bislang 11,20 € auf nunmehr 11,00 €. Die Aktienkursentwicklung in den vergangenen Wochen halten wir vor dem Hintergrund unserer Prognosen für nicht gerechtfertigt. Bei einem erwarteten 2013er KGV von rund 5 und einem 2013er EV/EBITDA von unter 5 erscheint die Aktie der Greiffenberger AG nach unserer Ansicht klar unterbewertet.**

## 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](mailto:compliance@gbc-ag.de)



GBC AG<sup>®</sup>  
**- 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)