



Researchstudie (Anno)



Moderates Wachstum in 2012 - ABM hat Umsatz von 100 Mio. € fest im Fokus - Aktie deutlich unterbewertet

Kursziel: 9,30 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 17 ff

In Kürze veröffentlichen wir ebenfalls die englische Version der Researchstudie

Fertigstellung: 29.4.2013

Erstveröffentlichung: 29.4.2013

Kaufen

Kursziel: 9,30

aktueller Kurs: 5,41
25.4.2013 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005897300

WKN: 589730

Börsenkürzel: GRF

Aktienanzahl³: 4,839

Marketcap³: 26,18
EnterpriseValue³: 86,78
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 Leibold
leibold@gbc-ag.de

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite 19

Greiffenberger AG ^{*5,7}

Unternehmensprofil

Branche: Industrie

Fokus: Antriebstechnik, Sägeblätter/ Bandstahl,
Kanalsanierungstechnologie

Mitarbeiter: 972 Stand: 31.12.2012

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, Österreich, Polen, Türkei 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	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013e	31.12.2014e
Umsatz	156,61	157,96	162,00	167,00
EBITDA	14,78	15,39	14,33	16,84
EBIT	8,32	8,80	7,53	9,94
Jahresüberschuss	2,52	2,55	2,51	4,36

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,52	0,53	0,52	0,90
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,53	0,55	0,54	0,52
EV/EBITDA	5,65	5,64	6,06	5,15
EV/EBIT	10,03	9,86	11,52	8,73
KGV	10,39	10,25	10,43	6,00
KBV		0,84		

Finanztermine:

Datum: Ereignis
06.05.2013: Veröffentlichung Q1-Bericht
26.06.2013: Hauptversammlung
22.08.2013: Veröffentlichung HJ-Bericht
07.11.2013: Veröffentlichung 9M-Bericht

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating
12.2.2013: RG / 11,00 / KAUFEN
5.11.2012: RG / 11,00 / KAUFEN
24.8.2012: RS / 11,00 / KAUFEN
2.5.2012: RS / 11,20 / 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.....	3
Aktionärsstruktur.....	3

Markt und Marktumfeld

4

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick.....	6
Geschäftsentwicklung 2012.....	7
Umsatzentwicklung.....	7
Ergebnisentwicklung.....	8
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	11
SWOT-Analyse Greiffenberger AG.....	12
Prognose und Modellannahmen.....	13
Umsatzprognosen.....	13
Ergebnisprognosen.....	14

Bewertung/ Fazit

DCF-Bewertung.....	15
Modellannahmen.....	15
Bestimmung der Kapitalkosten.....	15
Bewertungsergebnis.....	15
DCF-Betrachtung.....	16
Fazit	17

Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss	18
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	20

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, Österreich, Polen, Türkei 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.

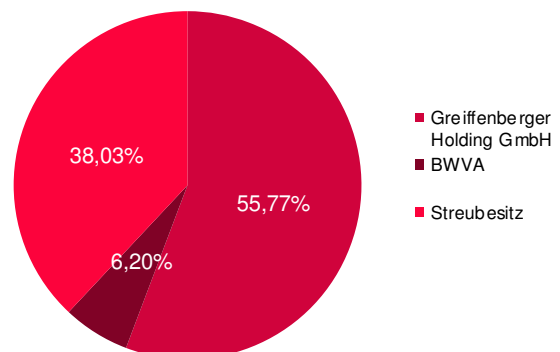
Das nachstehende Schaubild zeigt die Unternehmensstruktur der Greiffenberger AG:



Quelle: Greiffenberger, GBC

Aktionärsstruktur

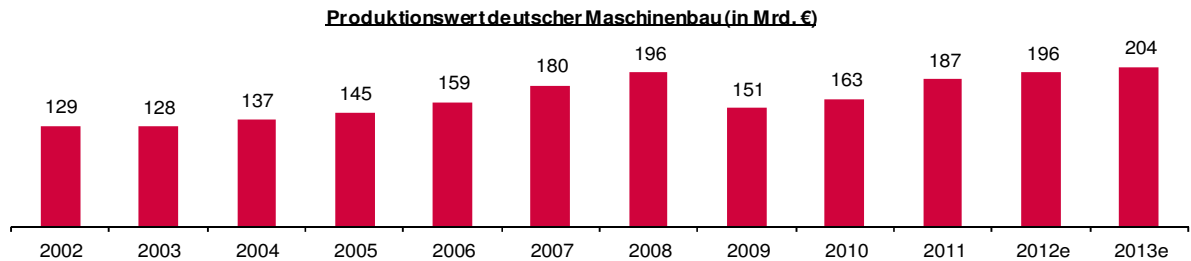
Anteilseigner	31.12.2012
Greiffenberger Holding GmbH	55,77 %
Baden-Württembergische Versorgungsanstalt (BWVA)	6,20 %
Streubesitz	38,03 %
Summe	100,0 %



Quelle: Greiffenberger, GBC

Markt und Marktumfeld

Der Industriebereich des Maschinenbaus konnte 2012 in Deutschland nach Berechnungen des Statistischen Bundesamtes deutlich um 5,1 % auf 196 Mrd. € zulegen. Mit dieser Steigerung erreichte der Produktionswert des deutschen Maschinenbaus wieder exakt das Vorkrisenniveau von 2008. Die vom Verband Deutscher Maschinen- und Anlagenbau (VDMA) noch zum Halbjahr befürchtete Stagnation des deutschen Maschinenbaus konnte aufgrund der in der zweiten Jahreshälfte anziehenden Konjunktur verhindert werden.



Quellen: Statistisches Bundesamt, VDMA, GBC

Für das Jahr 2013 gibt sich der VDMA positiv und erwartet ein reales Produktionswachstum von 2,0 % nach 1,3 % in 2012. Doch der Start ins Jahr 2013 entwickelte sich zunächst verhalten. Nachdem der Auftragseingang im Maschinen- und Anlagenbau laut VDMA im Januar um zwei Prozent rückläufig war, stagnierten die Orders im Februar gegenüber dem Vorjahresmonat. Das leichte Minus im Auslandsgeschäft, insbesondere der Rückgang der Orders aus dem europäischen Ausland, wurde durch ein kleines Plus im Inlandsgeschäft ausgeglichen. Hier spiegelt sich auch die weltweite Wirtschaftslage wider. Während die Lage in Deutschland als neutral einzuordnen ist, ist der Ausblick insbesondere im europäischen Ausland leicht negativ.

Der weltweite Umsatz der Antriebstechnik als größtes Branchensegment innerhalb des deutschen Maschinen- und Anlagenbaus belief sich dank einer anhaltend stabilen weltweiten Nachfrage im Jahr 2012 auf ca. 16 Mrd. €. Vor dem Hintergrund der starken Aufholentwicklung nach der Krise ist der leichte Umsatzrückgang von 2 % der Branche gegenüber dem Vorjahresniveau zu sehen.

Der Weltmarktanteil Deutschlands in der Antriebstechnik bleibt unverändert der größte im internationalen Vergleich und belief sich 2012 auf 22 %. Die Antriebstechnik stellte mit einer Exportquote von 80 % auch 2012 wieder den exportstärksten Sektor des deutschen Maschinenbaus. Besonders stark konnte der Export von Antriebstechnik nach Russland (+25 %) ausgeweitet werden.

Vom Boom im Markt für die Strom- und Wärmeenergie durch Biomasse profitiert die ABM, welche Antriebe für Biomasse-Heizungen produziert. Laut Bundesindustrieverband Deutschland Haus-, Energie- und Umwelttechnik e.V (BDH) und der Deutsche Energie-Agentur GmbH (dena) ist der Markt für energiesparende Heiztechnik in Deutschland 2012 um 3,4 % gewachsen. Dabei sehen die Branchenverbände weitaus größeres Potenzial und sieht in Zukunft eine wachsende Anzahl der Erneuerungen von alten und ineffizienten Heizungen.

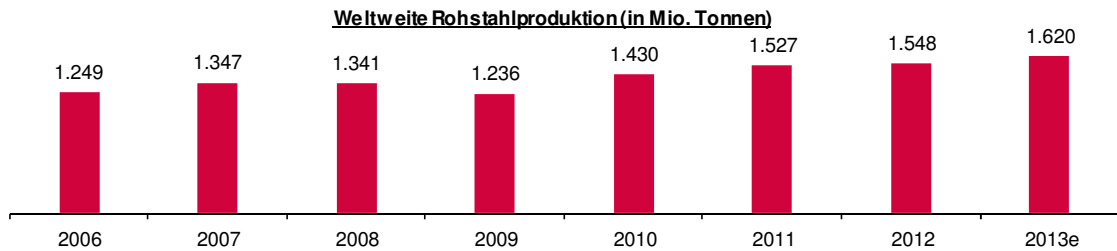
Vor dem Hintergrund der unsicheren globalen Märkte - insbesondere in den USA und China - rechnen die nationalen und internationalen Branchenverbände in 2013 mit einem volatilen Marktumfeld, welches in einem politisch stabilen Umfeld mit unterstützenden Maßnahmen insbesondere 2014 für deutliches Wachstum sorgen könnte.

Im Rahmen der Branchenmesse des deutschen Maschinen- und Anlagenbaus in Hannover Anfang April wurde von vieler Seiten nochmals die zunehmende Bedeutung der Ressourceneffizienz im Maschinenbau betont. Branchenexperten sehen in den nächsten Jahren insbesondere im Bereich Umwelttechnik hohes Wachstumspotenzial.

Als guter Indikator für die Entwicklung von Eberle bewies sich der weltweite Rohstahlverbrauch. Dieser wird von der World Steel Association (WSA) ermittelt und für 2013 auf 1,454 Mt geschätzt. Dies entspricht einer Steigerung um 2,9 % im Vorjahresvergleich. In 2012 wuchs der Verbrauch um 1,2 %. Für 2014 geht der Verband von einer weiteren Steigerung um dann 3,2 % aus, wodurch der weltweite Stahlverbrauch 1.500 Mt erreichen könnte.

Die WSA erwartet den Anstieg des Verbrauchs insbesondere ab der 2. Jahreshälfte 2013 und rechnet mit China und Indien, deren Bedarf um 3,5 % respektive 5,9 % wachsen soll, als Wachstumstreiber.

ber der weltweiten Nachfrage. Die Rohstahlproduktion konnte sich etwas besser als der Verbrauch entwickeln, wie das von der WSA erhobene Zahlenmaterial belegt.

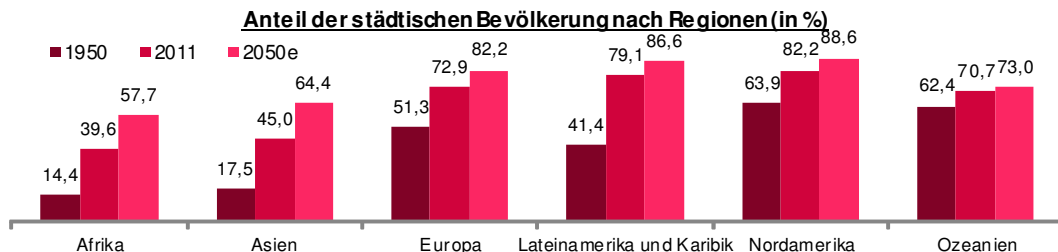


Quelle: World Steel Association, MEPS International, GBC

Im Januar 2013 belief sich die weltweite Stahlproduktion auf 125 Mio. t (+0,8 %), während im Februar ein Plus von 1,2 % auf 123 Mio. Tonnen erreicht wurde. Die unabhängigen Stahlmarktanalysten von MEPS International prognostizieren ein Wachstum von 4,7 % auf 1.620 Mio. Tonnen in 2013, nachdem die Branche solide ins Jahr 2013 startete. Der Verbrauch soll hingegen nur moderat zunehmen und erst 2014 mit einer robusteren Wachstumsrate steigen.

Innerhalb Deutschlands stellt sich die Situation folgendermaßen dar: Die Produktion der Stahl- und Metallverarbeiter in Deutschland fiel 2012 laut dem Wirtschaftsverband Stahl- und Metallverarbeitung (WSM) um 1,7 % gegenüber 2011. Auch hier gab es ein Wachstum des Exports um 3,2 %, während sich die Inlandsumsätze um 2,5 % verringerten.

Grundsätzlich ist anzunehmen, dass sich der relevante Markt der BKP parallel zur weltweiten Urbanisierung entwickelt. Der Ausbau der städtischen Infrastruktur erfordert zukünftig insbesondere auch einen im Gleichschritt verlaufenden Ausbau sowie die Modernisierung der unterirdischen Infrastruktur in Form von Kanal- und Abwassersystemen.



Quelle: Vereinte Nationen, Stiftung Weltbevölkerung, GBC

Zusätzlich zum Trend der Urbanisierung sollte die Branche zukünftig davon profitieren, dass ein großer Teil der Kanalsysteme laut einer bereits 2009 von der Deutschen Vereinigung für Wasserwirtschaft, Abwasser und Abfall (DWA) erhobenen Studie einer Sanierung bedürfen. Zuletzt war ein Trend zu einer erhöhten Aufmerksamkeit und erhöhten privaten und staatlichen Investitionen in diesem Bereich zu verzeichnen. 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 geschlossene 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 2010	in % vom Umsatz	GJ 2011	in % vom Umsatz	GJ 2012	in % vom Umsatz	GJ 2013e	in % vom Umsatz	GJ 2014e	in % vom Umsatz
Umsatzerlöse	139,896	100,00%	156,612	100,00%	157,963	100,00%	162,000	100,00%	169,000	100,00%
sonstige Erträge	3,252	2,32%	2,986	1,91%	3,381	2,14%	3,500	2,16%	3,500	2,07%
Bestandsveränderung	1,371	0,98%	4,378	2,80%	0,648	0,41%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
andere aktivierte Eigenleistung	0,735	0,53%	0,729	0,47%	0,650	0,41%	0,700	0,43%	0,500	0,30%
Gesamtleistung	145,254	103,83%	164,706	105,17%	162,642	102,96%	166,200	102,59%	173,000	102,37%
Materialaufwand	-67,298	-48,11%	-79,332	-50,66%	-76,550	-48,46%	-78,570	-48,50%	-81,965	-48,50%
Personalaufwand	-46,003	-32,88%	-48,982	-31,28%	-49,439	-31,30%	-51,000	-31,48%	-51,900	-30,71%
Abschreibungen	-6,656	-4,76%	-6,469	-4,13%	-6,592	-4,17%	-6,800	-4,20%	-6,900	-4,08%
andere Aufwendungen	-17,561	-12,55%	-21,608	-13,80%	-21,259	-13,46%	-22,300	-13,77%	-22,300	-13,20%
EBIT	7,735	5,53%	8,315	5,31%	8,802	5,57%	7,530	4,65%	9,935	5,88%
Finanzergebnis	-4,710	-3,37%	-4,507	-2,88%	-5,295	-3,35%	-4,000	-2,47%	-3,800	-2,25%
Ergebnis vor Gewinnsteuern	3,025	2,16%	3,808	2,43%	3,506	2,22%	3,530	2,18%	6,135	3,63%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-1,182	-0,84%	-1,290	-0,82%	-0,953	-0,60%	-1,024	-0,63%	-1,779	-1,05%
Ergebnis nach Steuern	1,843	1,32%	2,518	1,61%	2,553	1,62%	2,506	1,55%	4,356	2,58%

EBITDA	14,39	14,78	15,39	14,33	16,84
in %	10,3	9,4	9,8	8,9	10
EBIT	7,74	8,32	8,8	7,53	9,94
in %	5,5	5,3	5,6	4,7	5,9
Aktienanzahl in Mio. Stück	4,51*	4,84	4,84	4,84	4,84
Ergebnis je Aktie in €	0,41	0,52	0,53	0,52	0,90
Dividende je Aktie in €	0	0	0	0	0

*Auf Basis der durchschnittlich gewichteten Aktienanzahl

Geschäftsentwicklung 2012

in Mio. €	GJ 2011	Δ 2011/2012	GJ 2012
Umsatzerlöse	156,61	+0,9 %	157,96
EBITDA	14,78	+4,1 %	15,39
EBITDA-Marge	9,4 %	+ 0,4 Pp.	9,8 %
EBIT	8,32	+ 5,9 %	8,80
EBIT-Marge	5,3 %	+0,3 Pp.	5,6 %
Jahresüberschuss	2,52	+1,4 %	2,55
EPS in €	0,52	+1,4 %	0,53

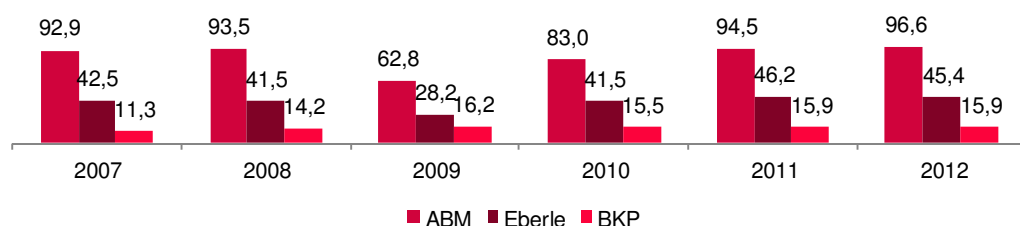
Quelle: Greiffenberger, GBC

Umsatzentwicklung - ABM hat Umsatzgrenze von 100 Mio. € fest im Blick

Die Greiffenberger AG konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 die Umsatzerlöse leicht um 0,9 % auf 157,96 Mio. € steigern. Damit konnte der Aufwärtstrend seit dem Krisenjahr 2009 fortgesetzt werden. Nachdem sich der Umsatzzuwachs nach dem ersten Halbjahr 2012 noch auf rund 9 % belief, schwächte sich das Wachstum in der zweiten Jahreshälfte ab. Insbesondere im vierten Quartal 2012 lag das Umsatzvolumen mit 35,6 Mio. € unter dem Niveau der Vorquartale.

Die internationale Expansion der Tochterunternehmen konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 weiter erfolgreich vorangetrieben werden. Dies lässt sich gut an dem Ausbau der Exportquote ablesen. Dank eines überproportionalen Wachstums in den ausländischen Märkten konnte die Exportquote auf Konzernebene in 2012 auf rund 60 % (VJ: 57 %) gesteigert werden.

Entwicklung Tochterunternehmen (in Mio. €)



Quelle: Greiffenberger, GBC

Die umsatzseitig größte Tochtergesellschaft ABM konnte die Umsätze in 2012 moderat um 2,3 % auf 96,61 Mio. € (VJ: 94,45 Mio. €) steigern. Mit diesem Wert erreichte ABM einen Umsatzrekord in der Unternehmenshistorie und hat somit die Umsatzschwelle von 100 Mio. € fest im Blick. Insgesamt profitierte ABM 2012 von dem freundlichen konjunkturellen Umfeld und einer robusten Nachfrage aus den relevanten Branchen.

Eine Vielzahl von Kunden kommt aus den angestammten Branchen Flurförderfahrzeuge, Hebetchnik, Textilmaschinen und allgemeiner Maschinenbau. Diese Branchen tragen nach unserer Schätzung zu einem Umsatzanteil von mehr als 50 % bei. Dabei konnten leichte Umsatzrückgänge im Bereich Gabelstapler durch gestiegene Umsätze im Bereich Deckenkräne überkompensiert werden. In den vergleichsweise jüngeren Bereichen Biomasseheizungen, E-Mobilität, Lagerlogistik und Medizintechnik konnten die Umsätze weiter ausgebaut werden.

Die im Ausland erzielten Umsätze lagen im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 mit 48,12 Mio. € (VJ: 43,60 Mio. €) deutlich über dem Vorjahresniveau. Dies hatte zur Folge, dass sich die Exportquote bei ABM signifikant auf 50,0 % (VJ: 46,2 %) erhöhte. Als Wachstumstreiber erwiesen sich hier vor allem die Regionen Amerika und Asien.

Die Tochtergesellschaft Eberle verzeichnete im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 einen leichten Umsatzrückgang auf 45,43 Mio. € (VJ: 46,24 Mio. €). Die rückläufige Entwicklung ist in einer schwächeren Nachfrage von Kunden aus dem Inland sowie dem europäischen Ausland begründet. Hingegen konnten in den Regionen USA und Asien weitere Zuwächse erreicht werden. Infolgedessen konnte die Exportquote 2012 nochmals verbessert werden und lag mit 91,8 % (VJ: 87,1 %) auf einem sehr hohen Niveau. In 2012 sollte Eberle nach unserer Schätzung rund 60 % der Umsätze mit Bandsägeblättern erzielt haben, während der restliche Anteil auf die Bereiche Präzisionsbandstahl und Bimetallbandstahl entfiel.

Die Tochtergesellschaft BKP erzielte in 2012 ein Umsatzvolumen von 15,93 Mio. € und lag damit auf dem Vorjahresniveau. Im Kerngeschäftsfeld Schlauchliner konnte nach unserer Schätzung ein zweistelliges Umsatzwachstum auf rund 14 Mio. € erzielt werden. Der weltweite Vertrieb konnte im Jahresverlauf durch den Ausbau des Geschäfts intensiviert werden. Um die Internationalisierung zukünftig weiter voranzutreiben, wurde die Geschäftsführung Anfang 2013 erweitert. Im zweiten kleineren Bereich Gasrohrummantelung lag der Umsatz in 2012 trotz eines Großauftrags, welcher im ersten Halbjahr abgearbeitet wurde, nach unserer Schätzung mit rund 2 Mio. € unter dem entsprechenden Vorjahreswert.

Ergebnisentwicklung - Gesteigerte Profitabilität bei ABM und BKP

Auf der Seite der Materialkosten profitierte die Gesellschaft von der Optimierung der Beschaffungsaktivitäten. So konnten die Materialkosten bei ABM in 2012 durch eine Vielzahl von eingeleiteten Maßnahmen reduziert werden. Hier sind unter anderem die weitere Internationalisierung des Lieferantenkreises, die verstärkte Bündelung von zugekauften Leistungen sowie die Weiterführung der Plattformstrategie zu nennen. Diese Maßnahmen hatten zur Folge, dass die Materialaufwandsquote im Konzern im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 auf 48,46 % (VJ: 50,66 %) reduziert werden konnte.

Die Personalaufwendungen erhöhten sich in 2012 lediglich moderat um 0,9 % auf 49,44 Mio. € (VJ: 48,98 Mio. €). Neben den Tarifierhöhungen in der bayerischen Metall- und Elektroindustrie ist dieser Anstieg auf eine erhöhte Mitarbeiteranzahl zurückzuführen. Der Mitarbeiteranstieg um knapp 30 Personen vollzog sich dabei ausschließlich bei der Tochtergesellschaft ABM.

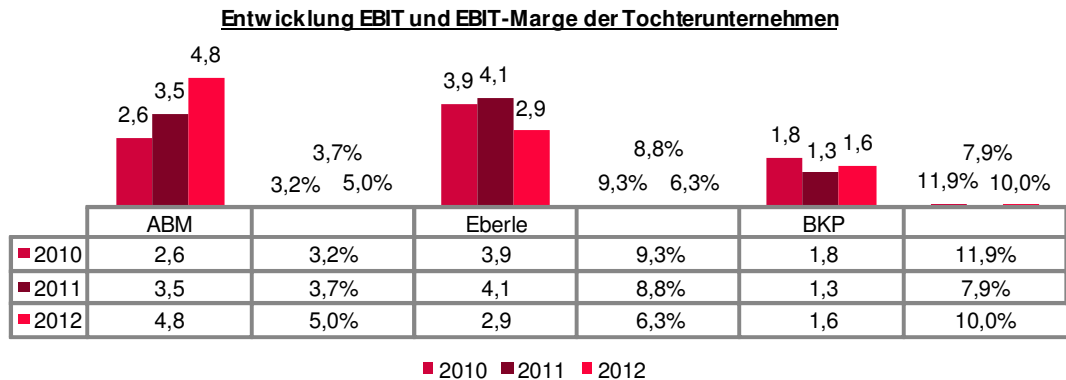
Dank eines insgesamt straffen Kostenmanagements reduzierte sich der Saldo aus sonstigen betrieblichen Erträgen und sonstigen betrieblichen Aufwendungen in 2012 leicht auf 17,88 Mio. € (VJ: 18,62 Mio. €). So wurden weniger Zeitarbeiter in 2012 eingesetzt, was auch auf die Substitution durch festangestellte Mitarbeiter bei ABM zurückzuführen ist. Zudem reduzierten sich die Aufwendungen für Instandhaltungen. Im Vorjahr waren des Weiteren noch Einmalkosten im Zusammenhang mit dem Programm „Impuls 2011“ bei ABM sowie mit dem Neubau und Umzug der BKP an den neuen Standort Velten angefallen.

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) belief sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 auf 15,39 Mio. € gegenüber 14,78 Mio. € im Vorjahreszeitraum. Somit konnte die EBITDA-Marge im Vergleich zum Vorjahr auf 9,8 % (VJ: 9,4 %) verbessert werden. In 2012 fielen keinerlei Sondereffekte an, welche das EBITDA positiv oder negativ beeinflusst haben.

Die Abschreibungen erhöhten sich im Berichtszeitraum 2012 um rund 0,1 Mio. € auf 6,59 Mio. €. Der leichte Anstieg ist dabei auf die umfangreichen Investitionen in den Vorperioden zurückzuführen.

Der nach oben gerichtete Trend beim Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) konnte in 2012 fortgesetzt werden, so dass sich das EBIT auf 8,80 Mio. € gegenüber den Vorjahren (2011: 8,32 Mio. € und 2010: 7,74 Mio. €) deutlich überproportional verbesserte.

Der EBIT-Anstieg ist dabei den Tochtergesellschaften ABM und BKP zu verdanken, wie die nachstehende Graphik zeigt.



Quelle: Greiffenberger, GBC

Die Tochtergesellschaft ABM steigerte das Segmentergebnis im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 deutlich auf 4,8 Mio. € nach 3,5 Mio. € im Vorjahr. Hier wirkte sich bereits das im Vorjahr initiierte Programm „Impuls 2011“ positiv aus und führte zu einer Steigerung der EBIT-Marge auf 5,0 % (VJ: 3,7 %). Angesichts der hervorragenden Marktpositionierung von ABM, aber auch vor dem Hintergrund der bereits in der Vergangenheit erreichten Ertragsstärke, sehen wir hier im konzerninternen Vergleich in den kommenden Jahren das höchste Verbesserungspotential hinsichtlich der EBIT-Marge.

Das Finanzergebnis belief sich in 2012 auf -5,30 Mio. € (VJ: -4,51 Mio. €) und wurde maßgeblich durch Einmalaufwendungen belastet. So führte einerseits die Marktbewertung von Zinssicherungen zu einem nicht liquiditätswirksamen Sonderaufwand von knapp 0,9 Mio. € und andererseits verursachte die im März durchgeführte Neuordnung der Konzernfinanzierung einen Aufwand von rund 0,4 Mio. €. Der neu abgeschlossene Darlehensvertrag hat deutlich günstigere Zinskonditionen zur Folge, was sich in den Folgejahren entsprechend positiv auswirken wird. Im Finanzergebnis ist des Weiteren ein Verzinsungsaufwand für Pensionsrückstellungen von 0,68 Mio. € (VJ: 0,71 Mio. €) sowie der Gewinnanteil des Minderheitsgesellschafters von BKP (2012: 0,27 Mio. € vs. 2011: 0,16 Mio. €) enthalten.

Die Steuerquote auf Konzernebene belief sich in 2012 auf 27,2 %. Der tatsächliche liquiditätswirksame Steueraufwand lag dagegen bei 0,49 Mio. €, so dass sich unter Berücksichtigung der Verlustvorträge eine effektive Steuerquote von nur rund 14 % errechnet. Der Jahresüberschuss betrug im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 2,55 Mio. € (VJ: 2,52 Mio. €), was einem Gewinn je Aktie (EPS) in Höhe von 0,53 € (VJ: 0,52 €) entspricht.

Bilanzielle und finanzielle Situation - Weiterhin stabile Finanzrelationen

in Mio. €	GJ 2009	GJ 2010	GJ 2011	GJ 2012
Eigenkapital	23,44	28,22	30,65	31,25
EK-Quote	20,6 %	22,9 %	25,1 %	25,3 %
Nettoverschuldung	37,43	34,79	40,43	41,66
Operatives Anlagevermögen	52,32	56,94	56,99	58,10
Net Working Capital	23,33	23,55	33,30	36,29

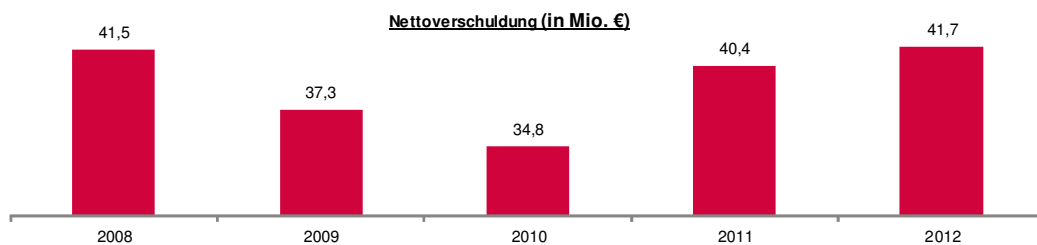
Quelle: Greiffenberger, GBC

Die Greiffenberger AG verfügt weiterhin über solide Bilanzrelationen und konnte die finanzielle Lage im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 leicht verbessern. So stieg das Eigenkapital der Greiffenberger AG zum 31.12.2012 um rund 0,6 Mio. € auf 31,25 Mio. €. Dies entspricht einer Eigenkapitalquote von 25,3 % gegenüber 25,1 % zum Vorjahresstichtag. Es ist unverändert das Ziel des Unternehmens, die Eigenkapitalquote auf 33 % zu steigern.

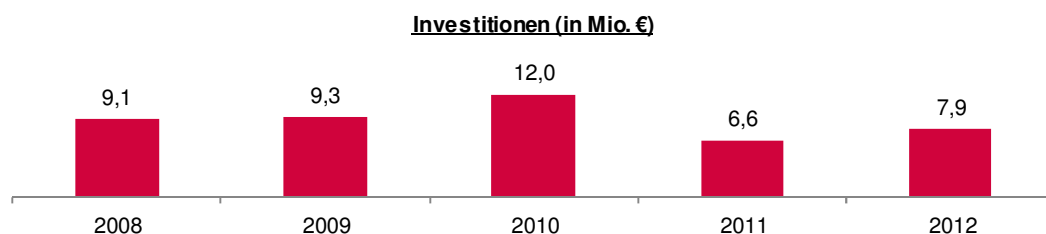
Da eine nach IFRS notwendige Absenkung des Abzinsungsfaktors von 4,5 % auf 3,1 % der Pensionsverpflichtungen eine Erhöhung der Pensionsrückstellungen 2,7 Mio. € zur Folge hatte, fiel der Anstieg des Eigenkapitals nicht höher aus. Hier erfolgte eine ergebnisneutrale Verrechnung mit den Gewinnrücklagen.

Per Ende Dezember 2012 betragen die Zuwendungen der öffentlichen Hand 1,97 Mio. €. Diese Bilanzposition hat einen eigenkapitalähnlichen Charakter, da die Zuwendungen der öffentlichen Hand in den Folgejahren ertragswirksam aufgelöst werden. Bei dieser Betrachtungsweise würde sich die Eigenkapitalquote auf rund 27 % erhöhen. Die staatlichen Investitionszuschüsse betreffen dabei die Tochtergesellschaften ABM und BKP.

Die Nettoverschuldung der Greiffenberger AG erhöhte sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 um etwas mehr als 1 Mio. € auf 41,66 Mio. €. Das nachstehende Schaubild zeigt die Entwicklung der Nettoverschuldung seit dem Jahr 2008.



Der Anstieg der Nettoverschuldung in den beiden vergangenen Jahren ist dabei im Wesentlichen auf die hohen getätigten Investitionen zurückzuführen. Seit 2008 wurden über 40 Mio. € in die Produktionsstandorte und in den Maschinenpark der drei Tochterunternehmen investiert. Dies entspricht einem durchschnittlichen Investitionsvolumen p.a. von knapp 9 Mio. €.



Dank der umfangreichen Investitionen verfügen die Tochterunternehmen nach unserer Einschätzung inzwischen über einen modernen Maschinenpark. Die vorhandenen Produktionskapazitäten sind nach unserer Ansicht ausreichend, um einen deutlich höheren Umsatz zu erzielen.

Das Net Working Capital belief sich zum 31.12.2012 auf 36,29 Mio. €. Der leichte Anstieg des Net Working Capitals erklärt sich hauptsächlich durch einen Rückgang der kurzfristigen Rückstellungen, insbesondere bei Garantieverpflichtungen und im Personalbereich.

SWOT - ANALYSE Greiffenberger AG

Stärken

- Tochterunternehmen besetzen technologisch führende Positionen in Nischenmärkten
- Stille Reserven bei den Immobilien in Augsburg und Marktredwitz
- Breit diversifizierter und langjähriger Kundenstamm
- Internationale Positionierung der Tochterunternehmen
- Gesicherte und langfristige Konzernfinanzierung zu attraktiven Konditionen
- Gute Stellung in den Wachstumsmärkten Umwelttechnik und Energieeffizienz mit einem Umsatzanteil von rund 30 %
- Hohe organisationale Flexibilität und ausgeprägte Fähigkeit zur Reorganisation

Schwächen

- Noch zu geringe Eigenkapitalquote
- Noch eine relativ hohe Nettoverschuldung
- Nur geringe Synergieeffekte zwischen den Tochterunternehmen

Chancen

- Weitere Reduzierung der Nettoverschuldung und Erhöhung der Eigenkapitalquote ermöglichen Wiederaufnahme einer Dividendenzahlung
- Neues Werk der ABM in Lublin führt zu einer Verbesserung der Rohertragsmarge
- Weiterer Ausbau der Bereiche Umwelttechnologie und Energieeffizienz
- Ausschöpfung von Skaleneffekten bei höherem Umsatzwachstum, welches durch die bestehende Produktionskapazitäten gestemmt werden kann
- Deutliche Steigerung der Marge bei ABM

Risiken

- Konjunkturelle Abschwächung der Weltwirtschaft kann sich negativ auf den Umsatz auswirken, insbesondere bei den konjunktursensibleren Bereichen Antriebstechnik und Metallbandsägeblätter
- Anstieg der Preise für wichtige Rohstoffe belastet den Materialaufwand

Prognose und Modellannahmen

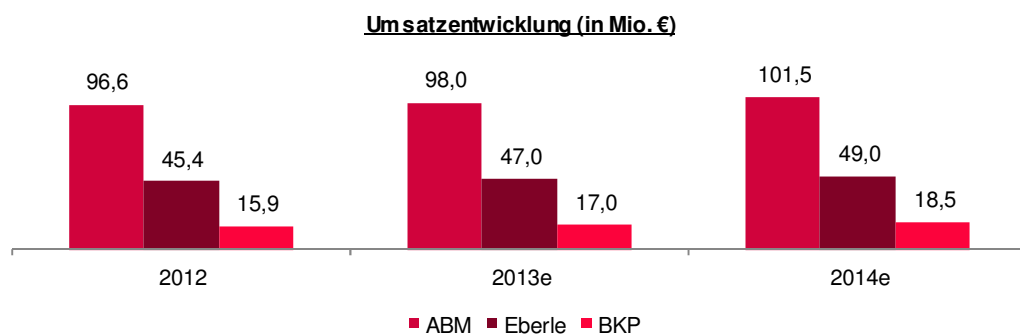
in Mio. €	GJ 2012	GJ 2013e	GJ 2014e
Umsatzerlöse	157,96	162,00	169,00
EBITDA (Marge)	15,39 (9,8 %)	14,33 (8,9 %)	16,84 (10,0 %)
EBIT (Marge)	8,80 (5,6 %)	7,53 (4,7 %)	9,94 (5,9 %)
Jahresüberschuss	2,55	2,51	4,36
EPS	0,53	0,52	0,90

Berechnungen: GBC

Umsatzprognosen - Moderates Wachstum in 2013 erwartet

Für das laufende Geschäftsjahr 2013 erwarten wir bei der Greiffenberger AG ein leichtes Umsatzwachstum um 2,6 % auf dann 162,00 Mio. €. Dazu sollten gemäß unserer Schätzung alle drei Tochterunternehmen ABM, Eberle und BKP ihren Beitrag leisten. Das erste Quartal 2013 sollte noch etwas verhaltener ausfallen, da der Auftragsbestand zu Beginn des Jahres 2013 noch leicht unter dem Vorjahr lag. Ab dem zweiten Quartal 2013 rechnen wir mit der Marktstabilisierung entsprechenden kontinuierlichen Umsatzzuwächsen, welche sich in der zweiten Jahreshälfte verstärken sollten.

Das nachstehende Schaubild zeigt unsere Umsatzprognosen für die drei Tochterunternehmen in den kommenden beiden Jahren.



Berechnungen: GBC

Bei ABM rechnen wir für 2013 mit einem leichten Umsatzanstieg auf 98,00 Mio. €. Das Überschreiten der Umsatzmarke von 100 Mio. € sehen wir dann im Folgejahr 2014.

Wir erwarten in den kommenden Jahren eine anhaltend hohe Kundennachfrage nach Antriebslösungen in den etablierten Branchen (Deckenkräne, Gabelstapler, Textilmaschinen und allgemeiner Maschinenbau). Als Wachstumstreiber sollten sich hier vor allem energieeffiziente und umweltfreundliche Antriebstechnologien erweisen. Hier sehen wir ABM mit ihrem Produktportfolio gut aufgestellt, um an dieser Entwicklung entsprechend zu partizipieren. Zudem sind wir der Ansicht, dass ABM die Marktdurchdringung in speziellen Nischenmärkten, wie z. B. der Elektromobilität und der Medizintechnik, in Zukunft weiter vorantreiben kann. Ein hohes Wachstumspotential sehen wir darüber hinaus im Bereich der Lagerlogistik. Durch den Einsatz von Sinochron-Motoren lassen sich für Hallen- und Lagerbetreiber erhebliche Energieeinsparungsmöglichkeiten realisieren. Hier konnte ABM in der Vergangenheit einige wichtige Referenzkunden gewinnen.

Bei Eberle gehen wir für das laufende Geschäftsjahr 2013 ebenfalls von einem moderaten Umsatzanstieg auf 47,00 Mio. € aus. Dies entspricht einem Wachstum von 3,5 %.

Unsere Annahme wird dabei durch Aussagen der World Steel Association (WSA) gestützt. Gemäß WSA soll der weltweite Stahlverbrauch in 2013 sowie 2014 in einem niedrigen einstelligen Bereich wachsen. Hier sollte Eberle auch zu Gute kommen, dass die Vertriebs- und Servicestrukturen über den Ausbau des Partnernetzwerks in den USA und Asien weiter ausgebaut wurden.

Die BKP sollte gemäß unseren Prognosen in 2013 einen Umsatzzuwachs auf 17,00 Mio. € verzeichnen können. Hier sollte sich das Wachstum im Bereich Schlauchliner auch im laufenden Jahr fortsetzen. Am Standort Velten verfügt BKP mit drei Produktionslinien über hohe Kapazitäten, um weiteres Wachstum stemmen zu können. Weitere Impulse erwarten wir uns aus dem Ausbau des ausländischen Geschäfts.

Ergebnisprognosen - Anlaufkosten für das neue Werk belasten in 2013

Für das vierte Quartal 2013 ist die Eröffnung des neuen ABM-Werks in Lublin/Polen vorgesehen. In dem neuen Werk sollen zum einen bislang zugekaufte Vorprodukte selbst gefertigt werden und zum anderen Montageleistungen für Motoren durchgeführt werden. Es ist geplant, dass Ende 2013 rund 120 Mitarbeiter am Standort in Lublin beschäftigt sein werden. Wir erwarten hieraus keinen Umsatzeffekt, da die hergestellten Produkte direkt an ABM geliefert werden. Auf mittelfristige Sicht sollte sich dieser Schritt jedoch deutlich positiv auf die Rohertragsmarge auswirken.

Das neue ABM-Werk wird in 2013 zu Anlaufkosten von geschätzt 1,7 Mio. € führen. Die Anlaufkosten beinhalten unter anderem Aufwendungen für Planung, Beratung, Installation, Schulungs- und Qualifikationsmaßnahmen sowie für die Verlagerung. Aufgrund der Anlaufkosten für das neue Werk ist davon auszugehen, dass ABM das Vorjaheresergebnis (2012: ~4,8 Mio. €) nicht erreichen wird.

Auf Konzernebene erwarten wir für 2013 infolge der Anlaufkosten für das neue Werk ein leicht rückläufiges EBITDA in Höhe von 14,33 Mio. €. Bei einer Bereinigung um die Anlaufkosten liegt das EBITDA bei rund 16 Mio. €, was einer Verbesserung des operativen Ergebnisses bei einer gleichzeitigen Erhöhung der EBITDA-Marge auf fast 10 % entspricht. Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir unter konservativen Gesichtspunkten eine nachhaltige EBITDA-Marge von 10,5 % angenommen.

Beim Finanzergebnis rechnen wir im laufenden Geschäftsjahr 2013 mit einer erheblichen Verbesserung. Die Neuordnung der Konzernfinanzierung im März wurde zu deutlich attraktiveren Konditionen abgeschlossen. Zudem wird sich der Sonderaufwand aus der Marktbeurteilung von Zinssicherungen nicht wiederholen. Folglich sollte sich das Finanzergebnis in 2013 auf -4,00 Mio. € (VJ: -5,30 Mio. €) verbessern.

Unter Berücksichtigung einer Konzernsteuerquote von 29,0 % ergibt sich ein gegenüber 2012 fast unveränderter Jahresüberschuss von 2,51 Mio. € respektive ein EPS von 0,52 €. Für das Folgejahr 2014 gehen wir in unserer Prognose infolge des Wegfalls der Anlaufkosten für das neue Werk der ABM in Lublin sowie der realisierbaren Skaleneffekte durch das erhöhte Geschäftsvolumen von einem deutlich ansteigenden EPS von 0,90 € aus.

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die Greiffenberger AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2013 und 2014 in Phase 1 erfolgt von 2015 bis 2020 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 10,5 % (bisher: 11,0 %) angenommen.

Die Steuerquote haben wir mit 29,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 % sowie eine Steuerquote von 29,0 %. Dividendenzahlungen haben wir bislang noch nicht im DCF-Modell berücksichtigt.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Greiffenberger AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit 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 1,47.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,1 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 80 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,2 %.

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 2013 entspricht als Kursziel 9,30 €.

Damit haben wir unser bisheriges Kursziel von 11,00 € 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	2,0%
EBITDA-Marge	10,5%	ewige EBITA - Marge	7,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	11,8%	effektive Steuerquote im Endwert	29,0%
Working Capital zu Umsatz	21,5%		

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)	162,00	169,00	174,07	179,29	184,67	190,21	195,92	201,79	
US Veränderung	2,6%	4,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,78	2,91	3,02	3,11	3,23	3,36	3,50	3,64	
EBITDA	14,33	16,84	18,28	18,83	19,39	19,97	20,57	21,19	
EBITDA-Marge	8,8%	10,0%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	
EBITA	7,53	9,93	11,43	12,02	12,58	13,23	13,90	14,58	
EBITA-Marge	4,6%	5,9%	6,6%	6,7%	6,8%	7,0%	7,1%	7,2%	7,2%
Steuern auf EBITA	-2,18	-2,88	-3,32	-3,48	-3,65	-3,84	-4,03	-4,23	
zu EBITA	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
EBI (NOPLAT)	5,35	7,05	8,12	8,53	8,93	9,39	9,87	10,35	
Kapitalrendite	5,7%	7,5%	8,5%	9,0%	9,3%	9,7%	10,1%	10,6%	10,7%
Working Capital (WC)	36,00	37,00	37,43	38,55	39,70	40,90	42,12	43,39	
WC zu Umsatz	22,2%	21,9%	21,5%	21,5%	21,5%	21,5%	21,5%	21,5%	
Investitionen in WC	0,29	-1,00	-0,43	-1,12	-1,16	-1,19	-1,23	-1,26	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	58,30	58,00	57,70	57,70	57,12	56,55	55,99	55,43	
AFA auf OAV	-6,80	-6,90	-6,84	-6,81	-6,81	-6,74	-6,67	-6,61	
AFA zu OAV	11,7%	11,9%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	
Investitionen in OAV	-7,00	-6,60	-6,54	-6,81	-6,23	-6,17	-6,11	-6,05	
Investiertes Kapital	94,30	95,00	95,13	96,25	96,83	97,45	98,11	98,81	
EBITDA	14,33	16,84	18,28	18,83	19,39	19,97	20,57	21,19	
Steuern auf EBITA	-2,18	-2,88	-3,32	-3,48	-3,65	-3,84	-4,03	-4,23	
Investitionen gesamt	-6,71	-7,60	-6,97	-7,93	-7,39	-7,36	-7,33	-7,31	
Investitionen in OAV	-7,00	-6,60	-6,54	-6,81	-6,23	-6,17	-6,11	-6,05	
Investitionen in WC	0,29	-1,00	-0,43	-1,12	-1,16	-1,19	-1,23	-1,26	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	5,44	6,35	7,99	7,41	8,35	8,77	9,21	9,65	118,57
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	104,16	107,44							
Barwert expliziter FCFs	40,31	37,69							
Barwert des Continuing Value	63,85	69,75							
Nettoschulden (Net debt)	59,15	56,60							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	45,01	50,84							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	45,01	50,84							
Ausstehende Aktien in Mio.	4,839	4,839							
Fairer Wert der Aktie in EUR	9,30	10,51							

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,47
Eigenkapitalkosten	10,1%
Zielgewichtung	80,0%
Fremdkapitalkosten	7,5%
Zielgewichtung	20,0%
Taxshield	22,5%
WACC	9,2%

Kapitalrendite	8,2%	8,7%	9,2%	9,7%	10,2%
7,4%	4,92	4,01	3,23	2,56	1,98
9,4%	8,68	7,38	6,27	5,31	4,48
11,4%	12,43	10,74	9,30	8,06	6,98
13,4%	16,19	14,11	12,34	10,81	9,49
15,4%	19,94	17,48	15,37	13,56	11,99

Fazit

Greiffenberger mit stabiler Entwicklung; Deutliche Unterbewertung

Die Greiffenberger AG kann auf ein erfolgreiches abgelaufenes Geschäftsjahr 2012 zurückblicken. Sowohl bei den Umsatzerlösen als auch beim operativen Ergebnis konnten in 2012 weitere Verbesserungen erzielt werden. In der Zwischenzeit erzielt die Greiffenberger AG rund 30 % der Umsätze in den Bereichen Energieeffizienz und Umwelttechnologie. Seit 2008 wurden gezielt hohe Investitionen getätigt, um das Produktportfolio in diesen Bereichen auszubauen. Zudem profitierten die Tochtergesellschaften in 2012 von der guten Positionierung im internationalen Wettbewerb, so dass die Exportquote auf rund 60 % (VJ: 57 %) erhöht werden konnte.

Erfreulich entwickelte sich die größte Tochtergesellschaft ABM. Bei einer moderaten Umsatzsteigerung konnte ABM das Segmentergebnis im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 deutlich auf 4,8 Mio. € (VJ: 3,5 Mio. €) steigern. Hier machte sich das im Vorjahr initiierte Programm „Impuls 2011“ positiv bemerkbar und führte zu einer Verbesserung der EBIT-Marge auf 5,0 % (VJ: 3,7 %). Vor dem Hintergrund der internationalen Positionierung, der breiten Kundenbasis sowie des innovativen Produktportfolios für Wachstumsmärkte erachten wir auf mittelfristige Sicht eine deutlich höhere EBIT-Marge als realistisch.

Die Greiffenberger AG verfügt nach unserer Ansicht über solide bilanzielle und finanzielle Relationen. Die Eigenkapitalquote erhöhte sich dank des positiven Ergebnisses trotz der nach IFRS notwendigen Anpassung der Pensionsrückstellungen leicht auf 25,3 %. Eine Eigenkapitalquote von 33 % für den Konzern ist weiterhin der angestrebte Zielwert. Die Nettoverschuldung stieg infolge der hohen Investitionstätigkeit in 2012 leicht auf rund 41,7 Mio. €.

Für das laufende Geschäftsjahr 2013 rechnen wir mit einem leichten Wachstum auf Konzernebene. Dazu sollten alle drei Tochterunternehmen ABM, Eberle und BKP ihren Beitrag leisten. Das operative Ergebnis sollte sich nach unserer Einschätzung dagegen leicht rückläufig entwickeln. Grund hierfür sind Anlaufkosten für das neue Werk in Polen, welche sich auf rund 1,7 Mio. € belaufen werden. Ab 2015 sollte sich die Produktion von Vorprodukten im neuen Werk dann spürbar in einer Erhöhung der Rohertragsmarge niederschlagen. Das EBITDA sehen wir in 2013 bei 14,33 Mio. €, was einer EBITDA-Marge von 8,9 % entspricht. Bereinigt um die Anlaufkosten für das neue ABM-Werk entspricht dies einer weiteren Verbesserung des EBITDA. Eine wesentliche Verbesserung um rund 1,3 Mio. € erwarten wir beim Finanzergebnis. Durch die Neuordnung der Konzernfinanzierung im März 2012 verfügt die Greiffenberger AG über deutlich attraktivere Finanzierungsbedingungen.

Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir für die Aktie der Greiffenberger AG ein neues Kursziel in Höhe von 9,30 € (bisher: 11,00 €) ermittelt. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs entspricht dies einem deutlichen Kurspotential von rund 70 %. Trotz des reduzierten Kursziels sehen wir die Aktie der Greiffenberger AG als klar unterbewertet. Wir bestätigen daher unsere Kaufempfehlung.

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-ag.de/de/Disclaimer.htm>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 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/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5), (7)

2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de**.

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst
Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellvertretender 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