



Research Note



**Umsatzrekord in 2012 -
Sonderaufwendungen belasten -
Umsatzgrenze von 100 Mio. €
wird in 2013 übertroffen**

Kursziel: 10,80 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 8

Impreglon SE ^{*6}

Kaufen

Kursziel: 10,80

aktueller Kurs: 8,16
13.6.2013 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BLCV5

WKN: A0BLCV

Börsenkürzel: I3M

Aktienanzahl³: 8,182

Marketcap³: 66,77
EnterpriseValue³: 102,69
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 51,9 %

Transparenzlevel:
Entry Standard

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
Donner & Reuschel AG

Analysten:

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite IV

Unternehmensprofil

Branche: Technologie

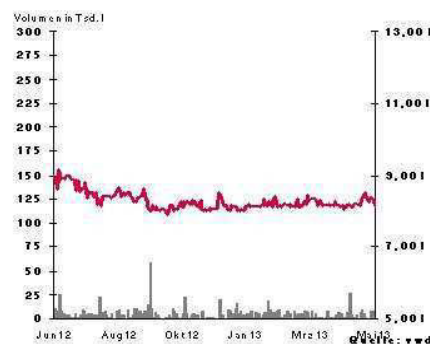
Fokus: Oberflächentechnik

Mitarbeiter: 1169 Stand: 31.12.2012

Gründung: 1983

Firmensitz: Lüneburg

Vorstand: Borchers, Claassen, Gralla, Dr.
Fischer, Mildner, Wenzel



Die Impreglon SE ist ein seit 29 Jahren weltweit tätiges Dienstleistungsunternehmen, das in der stark fragmentierten Wachstumsbranche Oberflächentechnik eine „Buy & Build“ Strategie verfolgt. Mit derzeit 29 Standorten in 13 Ländern und jährlichen Wachstumsraten von über 30% hat sich der Konzern mit Sitz in Lüneburg als wichtigster weltweiter Anbieter von organischen und anorganischen Beschichtungsprozessen etabliert. Ein ausgefeiltes Datenbank-System, ständiger Austausch von Know-How und die Schulung der Mitarbeiter ermöglicht es, Kunden in aller Welt eine genormte reproduzierbare Beschichtungsqualität zur Verfügung zu stellen. Die international eingeführten eigenen entwickelten Beschichtungsverfahren werden unter geschützten Markennamen vertrieben. Das breite Anwenderspektrum, kombiniert mit über 3.000 aktiven Kunden in den drei Segmenten OEM (Erstausrüster), Aftermarket (Instandhaltung in Produktionsbetrieben) und Automotive machen Impreglon weitestgehend unabhängig von konjunkturellen Schwankungen einzelner Branchen.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013e	31.12.2014e
Umsatz	75,49	91,08	118,00	124,00
EBITDA	12,42	12,41	15,30	16,97
EBIT	6,03	5,60	6,90	8,57
Jahresüberschuss	3,27	0,71	3,12	4,38

Kennzahlen in EUR	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013e	31.12.2014e
Gewinn je Aktie	0,44	0,09	0,38	0,54
Dividende je Aktie	0,20	0,00	0,15	0,20

Kennzahlen	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013e	31.12.2014e
EV/Umsatz	1,62	1,13	0,87	0,83
EV/EBITDA	8,27	8,27	6,71	6,05
EV/EBIT	17,03	18,34	14,88	11,98
KGV	20,42	94,04	21,40	15,24
KBV		1,25		

Finanztermine:

Datum: Ereignis
24.6.2013: Hauptversammlung

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating
25.5.2012: RC / 12,80 / KAUFEN
14.2.2012: RG / 12,50 / KAUFEN
20.9.2011: RS / 12,50 / 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.

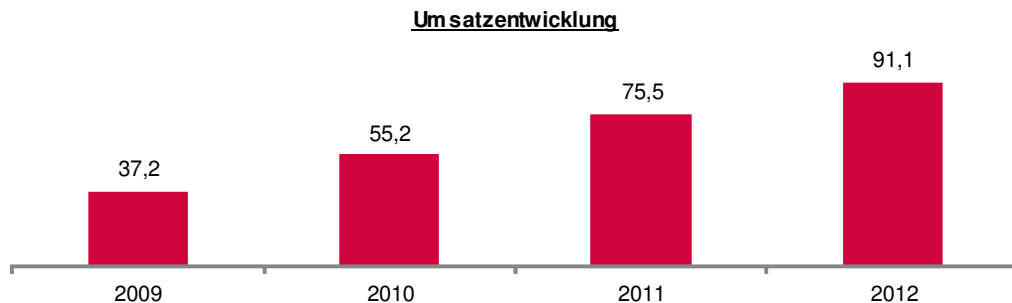
Geschäftsentwicklung 2012

in Mio. €	GJ 2011	Δ 2011/2012	GJ 2012
Umsatzerlöse	75,49	+20,7 %	91,08
EBITDA	12,42	-0,1 %	12,41
EBITDA-Marge	16,4 %	-2,7 Pp.	13,7 %
EBIT	6,03	-7,2 %	5,60
EBIT-Marge	8,0 %	-1,8 Pp.	6,2 %
Jahresüberschuss	3,27	-78,2 %	0,71

Quelle: Impreglon, GBC

Umsatzentwicklung - Wachstumskurs setzt sich fort

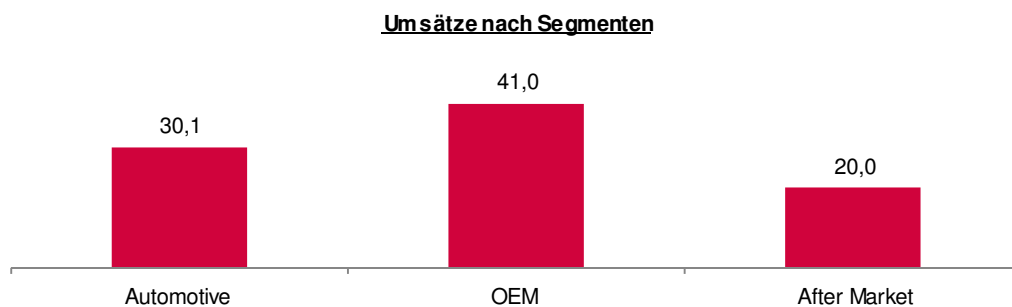
Die Impreglon SE kann auf einen beeindruckenden Wachstumskurs in den vergangenen Jahren zurückblicken, welcher sich auch im Geschäftsjahr 2012 unverändert fortgesetzt hat. Das Umsatzvolumen lag mit 91,1 Mio. € fast 21 % höher als im Vorjahr. Die Umsatzschwelle von 100 Mio. € hat das Unternehmen fest im Blick und sollte bereits im laufenden Geschäftsjahr 2013 deutlich übertroffen werden. Das nachfolgende Schaubild zeigt die Umsatzentwicklung der Impreglon SE seit 2009.



Quelle: Impreglon, GBC

Impreglon verfolgt seit Jahren eine „Buy & Build“-Strategie, um sich erfolgreich in dem weltweit stark fragmentierten Markt für Oberflächentechnik zu behaupten. Nach vier Übernahmen in 2011 wurden im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 insgesamt sechs Akquisitionen getätigt, welche für einen Großteil des Umsatzwachstums in 2012 verantwortlich waren. Ohne Berücksichtigung der Akquisitionen hätte der Konzernumsatz bei rund 80 Mio. € gelegen. Ende 2012 gehörten zur Impreglon-Gruppe 27 Werke in 13 verschiedenen Ländern.

Der nachstehenden Grafik ist Umsatzverteilung nach den einzelnen Segmenten zu entnehmen. Das Segment OEM ist mit einem Umsatzanteil von rund 45 % unverändert der größte Bereich. Hier werden Bauteile von Kunden aus den Bereichen Maschinenbau und Nutzförderfahrzeuge beschichtet. Im Bereich Automotive zählen Unternehmen wie BMW, Daimler, PSA, Renault und Volkswagen zum Kundenkreis von Impreglon.



Quelle: Impreglon, GBC

Nach Unternehmensangaben verteilen sich die Umsätze auf einen sehr breiten Kundens Stamm von rund 4.000 Unternehmen. Die gute Kundendiversifikation zeichnet sich nach unserer Ansicht auch dadurch aus, dass auf die 10 größten Kunden weniger als 20 % der Umsätze entfallen. Aufgrund der zahlreichen ausländischen Werke erzielte Impreglon in 2012 rund 23 % (VJ: ~ 9 %) der Umsätze außerhalb der EU. Hier sind vor allem die Standorte in Australien, in China, in der Schweiz sowie in den USA zu nennen.

Ergebnisentwicklung - Ergebnis durch Sonderaufwendungen und Abschreibung belastet

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) belief sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 auf 12,41 Mio. € und lag damit annähernd auf dem Vorjahresniveau. Die EBITDA-Marge ging in 2012 auf 13,7 % gegenüber 16,4 % im Vorjahr zurück.

Die rückläufige Margensituation ist im Wesentlichen auf drei Faktoren zurückzuführen. Zum einen fielen in 2012 höhere Integrations- und Beratungskosten in Zusammenhang mit den getätigten Akquisitionen an. So wurden allein in den beiden vergangenen Jahren zehn Übernahmen vollzogen. Ein weiterer Grund liegt in den niedrigeren EBITDA-Margen der übernommenen Werke. Dies spiegelt sich vor allem in der Rohertragsmarge wider, welche sich in 2012 auf 73,30 % (VJ: 75,54 %) reduzierte. Zusätzlich führte die allgemeine konjunkturelle Abschwächung zu einer geringeren Nachfrage und einer niedrigeren Kapazitätsauslastung der Werke im vierten Quartal 2012.

Trotz der hohen Investitionen in den Vorjahren erhöhten sich die Abschreibungen nur geringfügig auf 6,81 Mio. € (VJ: 6,39 Mio. €). Gemäß unseren Schätzungen sollten die Abschreibungen auf Investitionen sowie auf die übernommenen Kundenstämme vor allem in 2013 und in den Folgejahren deutlicher ansteigen.

Das Finanzergebnis fiel in 2012 mit -3,81 Mio. € (VJ: -1,49 Mio. €) negativ aus. Maßgeblich belastet wurde das Finanzergebnis dabei durch eine Wertberichtigung der Beteiligung an der Ropal Europe AG. Diese Anpassung des Wertansatzes belastete mit rund 1,5 Mio. €. Die Ropal-Beteiligung (Anteil: 11,2 %) steht nur noch mit 0,55 Mio. € in der Bilanz. Ansonsten verfügt die Impreglon über eine sehr solide Finanzierungsstruktur. Die Zinssätze betragen zum Bilanzstichtag 2,0 % bis 6,1 %.

Bilanzielle Situation - Gesunde Bilanzrelationen mit EK-Quote von 41,6 %

in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012
Eigenkapital	50,14	53,24
EK-Quote	50,2 %	41,6 %
Nettoverschuldung (NV)	20,39	35,92
Operatives Anlagevermögen	58,28	69,96
Net Working Capital	3,85	7,09

Quelle: Impreglon, GBC

Die bilanziellen Verhältnisse von Impreglon haben sich im Jahresverlauf leicht verschlechtert, befinden sich nach unserer Einschätzung jedoch weiterhin auf einem sehr soliden Niveau. Das Eigenkapital belief sich per 31.12.2012 auf 53,24 Mio. €, was einer Eigenkapitalquote von 41,6 % entspricht. Der Eigenkapital erhöhte sich neben dem positiven Jahresüberschuss auch durch eine im Februar 2012 durchgeführte Kapitalmaßnahme. In diesem Zuge flossen der Gesellschaft rund 3,8 Mio. € zu. Zugleich erhöhte sich die ausstehende Aktienanzahl um 400.000 auf 8,18 Mio. Stück. Positiv werten wir die Tatsache, dass der Geschäfts- und Firmenwert trotz der zahlreichen Akquisitionen lediglich 14,44 Mio. € (31.12.2011: 14,44 Mio. €) beträgt.

Die Nettoverschuldung (NV) erhöhte sich infolge der hohen Investitionen in Sachanlagen (knapp 11 Mio. €) sowie für Akquisitionen (knapp 10 Mio. €) auf 35,92 Mio. € (VJ: 20,39 Mio. €). Zur Finanzierung wurde im Juni 2012 eine Wandelanleihe über 15,0 Mio. € platziert. Die Wandelanleihe läuft bis 2017, wird mit 6,0 % verzinst und der Wandlungspreis wurde auf 10,58 € festgelegt.

Prognose und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 2013e	GJ 2014e
Umsatzerlöse	118,00	124,00
EBITDA (Marge)	15,30 (13,0 %)	16,97 (13,7 %)
EBIT (Marge)	6,90 (5,9 %)	8,57 (6,9 %)
Jahresüberschuss	3,12	4,38
EPS	0,38	0,54

Quelle: GBC

Umsatz- und Ergebnisprognosen für 2013 und 2014

Wir sind zuversichtlich, dass sich der Wachstumskurs bei der Impreglon SE auch im laufenden Geschäftsjahr 2013 fortsetzt. Der Umsatz sollte nach unseren Prognosen auf 118,00 Mio. € ansteigen und damit erstmalig oberhalb von 100 Mio. € liegen. Mittelfristig hat der Vorstand und Gründer Henning J. Claassen einen Konzernumsatz von 150 Mio. € in Aussicht gestellt.

Bereits im ersten Quartal 2013 konnte Impreglon ein deutliches Wachstum vorweisen. Hier lagen die Umsätze mit 28,76 Mio. € deutlich über dem Vorjahreswert (VJ: 20,76 Mio. €). Damit befindet sich Impreglon auf einem guten Weg in Richtung des eigenen Zielumsatzes von 120 Mio. € für dieses Jahr vorzustoßen. Auch im laufenden Geschäftsjahr 2013 hat die Impreglon SE ihre „Buy & Build“-Strategie fortgeführt und mit dem Rohr-Beschichtungsbereich der Julius Mieden, der Gossmann-PAC sowie ALZI Metallveredelung bereits drei Oberflächentechnik-Unternehmen übernommen, welche zur positiven Umsatzentwicklung im ersten Quartal 2013 beigetragen haben.

Das EBITDA lag hingegen nach den ersten drei Monaten 2013 mit 3,18 Mio. € (Q1 2012: 3,87 Mio. €) noch unter dem Vorjahr. Hier belastete neben diversen Sonderfaktoren auch noch die schwache Ertragslage der jüngsten Übernahmen in den USA, in Australien sowie in der Schweiz das operative Ergebnis. Das Management sieht daher das laufende Geschäftsjahr 2013 noch als ein Übergangsjahr, auch wenn sich das operative Ergebnis gegenüber 2012 verbessern soll.

Wir erwarten für das laufende Geschäftsjahr 2013 ein EBITDA in Höhe von 15,30 Mio. €. Unsere Prognose unterstellt dabei, dass sich die eingeleiteten Kostensenkungsmaßnahmen, insbesondere bei den Neuakquisitionen, ab dem Q2 2013 positiv auswirken. Die Abschreibungen sollten in 2013 gegenüber den Vorjahren deutlich ansteigen. Wir rechnen mit Abschreibungen in Höhe von 8,40 Mio. €. Bereits im Q1 2013 lagen die Abschreibungen mit über 2 Mio. € auf einem deutlich höheren Niveau.

Hinsichtlich des Finanzergebnisses gehen wir für 2013 von einem negativen Wert von -2,50 Mio. € aus. Allein die Zinszahlungen für die Wandelanleihe sollten in 2013 rund 0,9 Mio. € betragen. Eine Wandlung in Aktien (Wandelungspreis: 10,28 €) ist vor dem Hintergrund des derzeitigen Aktienkurses unwahrscheinlich. Perspektivisch würde dieser Schritt zu einer signifikanten Stärkung des Eigenkapitals sowie einer Reduzierung der Nettoverschuldung (NV) führen. Die Verschuldungskennzahl NV/EBITDA liegt für die Jahre 2013 und 2014 mit rund 2,4 respektive 2,1 auf einem moderaten Niveau. Der EBIT-Zinsdeckungsgrad für die Jahre 2013 und 2014 beträgt 2,8 sowie 3,6.

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die Impreglon SE 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 5,0 % angenommen. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 15,0 % (bisher: 20,0 %) 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 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Impreglon SE 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 1,50.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,3 % (bisher: 10,6 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 70 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,5 % (bisher: 9,4 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,5 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2013 entspricht als Kursziel 10,80 € (bisher: 12,80 €).

Impreglon SE - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	15,0%	ewige EBITA - Marge	9,9%
AFA zu operativen Anlagevermögen	12,0%	effektive Steuerquote im Endwert	29,0%
Working Capital zu Umsatz	9,1%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e	Endwert
in Mio.									
Umsatz (US)	118,00	124,00	130,20	136,71	143,55	150,72	158,26	166,17	
US Veränderung	30,3%	5,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,69	1,77	1,86	1,95	2,05	2,15	2,26	2,36	
EBITDA	15,30	16,97	19,53	20,51	21,53	22,61	23,74	24,93	
EBITDA-Marge	13,0%	13,7%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	
EBITA	6,90	8,57	11,13	12,11	13,13	14,21	15,34	16,53	
EBITA-Marge	5,8%	6,9%	8,5%	8,9%	9,1%	9,4%	9,7%	9,9%	9,9%
Steuern auf EBITA	-2,00	-2,49	-3,23	-3,51	-3,81	-4,12	-4,45	-4,79	
zu EBITA	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
EBI (NOPLAT)	4,90	6,09	7,90	8,60	9,32	10,09	10,89	11,73	
Kapitalrendite	6,4%	7,7%	9,8%	10,5%	11,3%	12,1%	13,0%	13,9%	13,9%
Working Capital (WC)	9,00	11,00	11,90	12,50	13,12	13,78	14,46	15,19	
WC zu Umsatz	7,6%	8,9%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%
Investitionen in WC	-1,91	-2,00	-0,90	-0,60	-0,62	-0,66	-0,69	-0,72	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	70,00	70,00	70,00	70,00	70,00	70,00	70,00	70,50	
AFA auf OAV	-8,40	-8,40	-8,40	-8,40	-8,40	-8,40	-8,40	-8,40	
AFA zu OAV	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	
Investitionen in OAV	-8,44	-8,40	-8,40	-8,40	-8,40	-8,40	-8,40	-8,90	
Investiertes Kapital	79,00	81,00	81,90	82,50	83,12	83,78	84,46	85,69	
EBITDA	15,30	16,97	19,53	20,51	21,53	22,61	23,74	24,93	
Steuern auf EBITA	-2,00	-2,49	-3,23	-3,51	-3,81	-4,12	-4,45	-4,79	
Investitionen gesamt	-10,35	-10,40	-9,30	-9,00	-9,02	-9,06	-9,09	-9,62	
Investitionen in OAV	-8,44	-8,40	-8,40	-8,40	-8,40	-8,40	-8,40	-8,90	
Investitionen in WC	-1,91	-2,00	-0,90	-0,60	-0,62	-0,66	-0,69	-0,72	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	2,95	4,09	7,00	8,00	8,70	9,43	10,20	10,51	156,32
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	128,84	135,74							
Barwert expliziter FCFs	40,68	40,06							
Barwert des Continuing Value	88,16	95,68							
Nettoschulden (Net debt)	35,47	35,42							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	93,38	100,32							
Fremde Gewinnanteile	-5,00	-5,37							
Wert des Aktienkapitals	88,38	94,95							
Ausstehende Aktien in Mio.	8,182	8,182							
Fairer Wert der Aktie in EUR	10,80	11,61							

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	2,0%
Markttrisikoprämie	5,5%
Beta	1,50
Eigenkapitalkosten	10,3%
Zielgewichtung	70,0%
Fremdkapitalkosten	6,0%
Zielgewichtung	30,0%
Taxshield	25,0%
WACC	8,5%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

WACC						
Kapitalrendite	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	
9,9%	9,04	8,03	7,18	6,46	5,84	
11,9%	11,32	10,05	8,99	8,09	7,32	
13,9%	13,60	12,08	10,80	9,72	8,79	
15,9%	15,89	14,10	12,61	11,35	10,26	
17,9%	18,17	16,13	14,42	12,97	11,73	

Fazit

Weitere Gewinnsteigerungen im Fokus; solide Finanzkennzahlen; 30 % Kurspotential

Die Impreglon SE kann auf ein erfolgreiches Geschäftsjahr 2012 zurückblicken. Auf der Umsatzseite erreichte die Gesellschaft mit über 90 Mio. € ein neues Rekordniveau. Der Umsatzzuwachs ist hierbei in erster Linie auf anorganisches Wachstum zurückzuführen. Das EBITDA fiel deutlich positiv aus und lag in 2012 mit 12,4 Mio. € in etwa auf Vorjahresniveau. Die unterproportionale Entwicklung des EBITDA in 2012 ist dabei unter anderem auf die geringere Profitabilität der übernommenen Unternehmen zurückzuführen. Bei diesen Werken wurden in der Zwischenzeit Maßnahmen eingeleitet, um die Margensituation in den kommenden Jahren zu verbessern.

Im ersten Quartal 2013 konnte Impreglon ein deutliches Umsatzwachstum verzeichnen. Dieses Wachstum sollte sich im Gesamtjahr 2013 fortsetzen, so dass wir mit einem deutlichen Umsatzplus von knapp 30 % auf dann 118,00 Mio. € rechnen. Damit wird erstmalig die Umsatzschwelle von 100 Mio. € übertroffen. Auf mittelfristige Sicht hat der Vorstand und Gründer Henning J. Claassen im Rahmen der „Buy-and-Build“-Strategie einen Konzernumsatz von 150 Mio. € in Aussicht gestellt. Im Rahmen der Akquisitionsstrategie wurden bereits im Q1 2013 drei kleinere Oberflächentechnik-Unternehmen übernommen. Das operative Ergebnis wird sich nach unserer Einschätzung in 2013 verbessern, jedoch ist die Impreglon SE von den früher erreichten Margenniveaus noch entfernt.

Die bilanzielle und finanzielle Situation der Impreglon SE ist nach unserer Ansicht unverändert solide und gesund. Zwar erhöhte sich die Nettoverschuldung infolge der hohen Investitionen und der zahlreichen Übernahmen, jedoch weist die Kennzahl Nettoverschuldung/EBITDA für die beiden Geschäftsjahre 2013 und 2014 mit 2,4 respektive 2,1 auf ein weiterhin moderates Verschuldungsniveau hin. Zudem verfügt die Gesellschaft über eine komfortable Eigenkapitalquote von rund 42 %. Der EBIT-Zinsdeckungsgrad für die Jahre 2013 und 2014 beträgt 2,8 sowie 3,6.

In unserem DCF-Bewertungsmodell haben wir ein neues Kursziel auf Basis unserer Prognosen von 10,80 € (bisher: 12,80 €) ermittelt. €. Damit haben wir unser Kursziel leicht nach unten angepasst. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung für die Aktie der Impreglon SE.

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-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/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: (6)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst

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