



Researchstudie (Update)



**Umsatzrückgang im 1. HJ 2013 aufgrund
eines schwächeren Q1 2013 -
Schätzungen für 2013 leicht reduziert -
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 11 ff

In Kürze veröffentlichen wir ebenfalls die englische Version der Researchstudie

Fertigstellung: 26.8.2013

Erstveröffentlichung: 27.8.2013

Greiffenberger AG ^{*5,7}

Kaufen

Kursziel: 9,30

aktueller Kurs: 5,70
26.8.2013 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005897300

WKN: 589730

Börsenkürzel: GRF

Aktienanzahl³: 4,839

Marketcap³: 27,58
EnterpriseValue³: 88,18
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 13

Unternehmensprofil

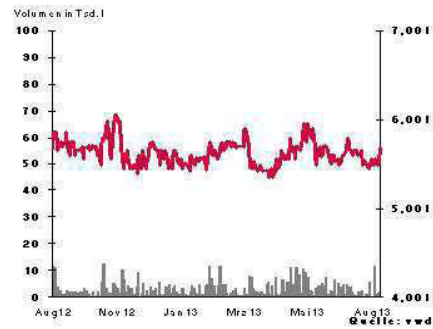
Branche: Industrie

Fokus: Antriebstechnik, Sägeblätter/ Bandstahl,
Kanalsanierungstechnologie

Mitarbeiter: 979 Stand: 30.6.2013

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	159,00	169,00
EBITDA	14,78	15,39	13,76	16,84
EBIT	8,32	8,80	6,96	9,94
Jahresüberschuss	2,52	2,55	2,32	4,36

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,52	0,53	0,48	0,90
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,56	0,56	0,55	0,52
EV/EBITDA	5,97	5,73	6,41	5,24
EV/EBIT	10,60	10,02	12,67	8,87
KGV	10,96	10,75	11,88	6,33
KBV		0,85		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

07.11.2013: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

19.7.2013: RG / 9,30 / KAUFEN

29.4.2013: RS / 9,30 / KAUFEN

12.2.2013: RG / 11,00 / KAUFEN

5.11.2012: RG / 11,00 / KAUFEN

24.8.2012: RS / 11,00 / 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.

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.

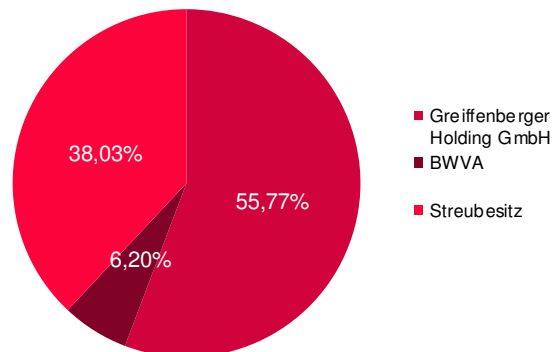
Das nachstehende Schaubild zeigt die Unternehmensstruktur der Greiffenberger AG:



Quelle: Greiffenberger, GBC

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	30.6.2013
Greiffenberger Holding GmbH	55,77 %
Baden-Württembergische Versorgungsanstalt (BWVA)	6,20 %
Streubesitz	38,03 %
Summe	100,0 %



Quelle: Greiffenberger, GBC

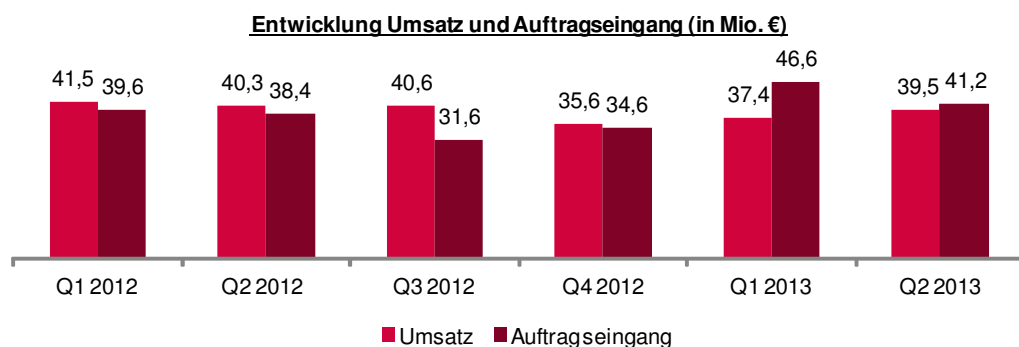
Geschäftsentwicklung HJ 2013

in Mio. €	HJ 2012	Δ 2012/2013	HJ 2013
Umsatzerlöse	81,81	-6,0 %	76,90
EBITDA	8,18	-16,2 %	6,85
EBITDA-Marge	10,0 %	-1,1 Pp.	8,9 %
EBIT	4,95	-29,3 %	3,50
EBIT-Marge	6,1 %	-1,5 Pp.	4,6 %
Jahresüberschuss	1,07	+18,6 %	1,27
EPS in €	0,22		0,26

Quelle: Greiffenberger, GBC

Umsatzentwicklung - Deutliche Belebung nach schwächerem Q1 2013

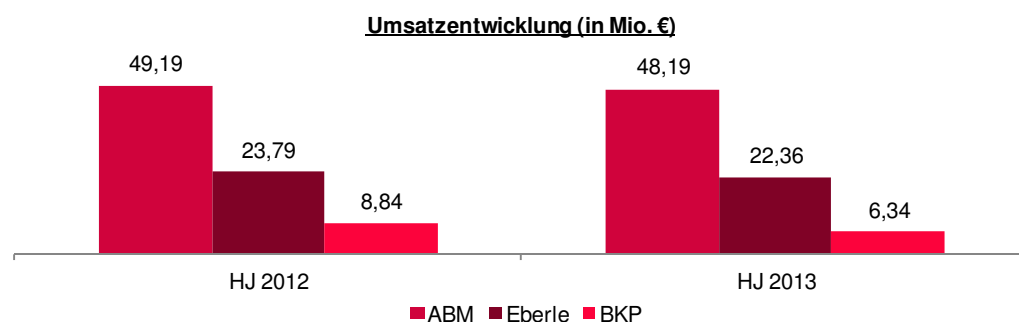
Nach einem schwächeren Schlussquartal 2012 und einem verhaltenen Start in das laufende Geschäftsjahr 2013 konnte die Greiffenberger AG dank eines guten zweiten Quartals 2013 wieder an Dynamik gewinnen. Begleitet wurde diese Entwicklung von einer deutlichen Erholung der Auftragseingänge seit Jahresbeginn. Insbesondere das erste Quartal 2013 war durch einen sehr starken Auftragseingang gekennzeichnet.



Quelle: Greiffenberger, GBC

Im ersten Halbjahr 2013 erzielte die Greiffenberger AG Umsatzerlöse in Höhe von 76,90 Mio. € (VJ: 81,81 Mio. €). Gegenüber dem Vorjahreszeitraum entspricht dies einem Umsatzrückgang um 6,0 %. Nach dem ersten Quartal 2013 verzeichnete die Gesellschaft noch ein Umsatzminus von 10,0 %. Seit dem Q4 2012 ist somit hinsichtlich der Umsatzentwicklung auf Quartalsebene ein klarer Aufwärtstrend erkennbar.

Noch erfreulicher entwickelten sich die Auftragseingänge. Diese lagen nach den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2013 bei 87,8 Mio. € und damit deutlich über dem Vorjahresniveau von 78,0 Mio. €. Gleichzeitig lag das Book-to-Bill-Verhältnis bei 1,14 und bildet somit eine solide Ausgangsbasis für die kommenden Quartale.



Quelle: Greiffenberger, GBC

Bei dem größten Tochterunternehmen ABM belebte sich die Kundennachfrage nach einem verhaltenen Jahresstart erheblich. So beliefen sich die Umsatzerlöse im zweiten Quartal 2013 bereits auf 25,4 Mio. €, gegenüber lediglich 22,8 Mio. € im ersten Quartal 2013. Aufgrund der schwächeren Geschäftsentwicklung zu Jahresbeginn lagen die Umsätze im ersten Halbjahr 2013 daher auch mit 48,19 Mio. € unter dem Vorjahreswert (VJ: 49,19 Mio. €). Gemäß Unternehmensangaben sind hier vor allem die Bereiche erneuerbare Energien, Textilmaschinen sowie Medizintechnik positiv hervorzuheben.

Das Tochterunternehmen Eberle erzielte in den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2013 einen Umsatz in Höhe von 22,36 Mio. € im Vergleich zu 23,79 Mio. € im Vorjahr. Der rückläufige Umsatz erklärt sich vor allem durch eine niedrigere Nachfrage im Bereich Metallbandsägeblätter. Hier erzielt Eberle mehr als 60 % der Umsatzerlöse. Gegenüber der schwächeren zweiten Jahreshälfte 2012 (2. HJ 2012: 21,64 Mio. €) konnte jedoch schon wieder ein Umsatzzuwachs verzeichnet werden. Die Exportquote lag im ersten Halbjahr 2013 mit über 90 % unverändert auf einem sehr hohen Niveau und ist Ausdruck des internationalen Kundenstamms von Eberle.

Der Umsatz von BKP lag im ersten Halbjahr 2013 bei 6,34 Mio. € und damit unter dem Vorjahresniveau (VJ: 8,84 Mio. €). Im Vorjahreszeitraum erhielt BKP allerdings auch einen unerwartet umfangreichen Großauftrag im Bereich der Gasrohrummantelung. Das Volumen des Auftrags belief sich nach unseren Schätzungen auf rund 2 Mio. €. Der Umsatzrückgang im ersten Halbjahr 2013 erklärt sich vor allem durch den langen Winter sowie eine geringere Anzahl öffentlicher Ausschreibungen bei Kanalsanierungen erklärt.

Ergebnisentwicklung - ABM mit EBIT-Marge von 6 %; BKP unter den Erwartungen

Eine deutliche Verbesserung erreichte der Konzern bei der Materialaufwandsquote. Die Materialaufwandsquote reduzierte sich im ersten Halbjahr 2013 deutlich auf 48,97 % (VJ: 49,86 %). Hier profitierten die Tochterunternehmen von niedrigeren Preisniveaus bei wichtigen Rohstoffen sowie von fortschreitenden Verbesserungen der Beschaffungsaktivitäten.

Die Personalaufwendungen stiegen im ersten Halbjahr 2013 auf 25,80 Mio. € gegenüber 24,86 Mio. € im Vorjahr. Ursächlich für den Personalkostenanstieg war zum einen die erhöhte Mitarbeiteranzahl (30.6.2013: 979 vs. 30.6.2012: 944) und zum anderen die hohen Tarifabschlüsse im Herbst, die zu einer Lohnerhöhung geführt haben.

Der infolge des rückläufigen Umsatzes gesunkene Rohertrag, in Verbindung mit gestiegenen Personalkosten, hatte zur Folge, dass das operative Ergebnis nicht das Vorjahresniveau erreichte. So lag das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) bei 6,85 Mio. € (VJ: 8,18 Mio. €). Des Weiteren ist es wichtig zu erwähnen, dass im ersten Halbjahr 2013 bereits Aufwendungen für das neue Werk in Lublin enthalten sind. Der größere Teil der erwarteten 1,7 Mio. € Einmalaufwand für die Inbetriebnahme des neuen Werks sollte gemäß unseren Prognosen allerdings erst in der zweiten Jahreshälfte anfallen.

Die Abschreibungen betragen im ersten Halbjahr 2013 3,35 Mio. € und stiegen somit aufgrund des höheren Investitionsvolumens gegenüber dem Vorjahr an (VJ: 3,23 Mio. €). Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) belief sich folglich auf 3,50 Mio. € (VJ: 4,95 Mio. €), was einer EBIT-Marge von 4,6 % (VJ: 6,1 %) entspricht. Den mit Abstand wichtigsten Ergebnisbeitrag lieferte dabei das Tochterunternehmen ABM mit einem EBIT von 2,89 Mio. € (VJ: 1,96 Mio. €). Damit hat sich der positive Trend bei der Verbesserung der operativen Marge fortgesetzt. Wir sind der festen Überzeugung, dass die EBIT-Marge bei ABM in den kommenden Jahren weiter gesteigert wird. Dagegen lag das Segmentergebnis von Eberle und BKP mit 0,93 Mio. € (VJ: 1,72 Mio. €) respektive 0,01 (VJ: 1,57 Mio. €) unter unseren Erwartungen.

Signifikante Fortschritte konnte die Greiffenberger AG beim Finanzergebnis erzielen. Das Finanzergebnis verbesserte sich im ersten Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres 2013 deutlich auf -1,65 Mio. € (VJ: -3,28 Mio. €). Diese erfreuliche Entwicklung ist neben dem Wegfall von Einmalaufwendungen im Zuge der Neuordnung der Konzernfinanzierung im März 2012 auch auf die jetzt deutlich attraktiveren Refinanzierungskonditionen sowie einen leicht positiven Ertrag aus der Bewertung von Zinssicherungsinstrumenten zurückzuführen. Im Vorjahr führte die Marktbewertung von Zinssicherungsderivaten zu einem Verlust von rund 0,6 Mio. €. Des Weiteren fielen die Minderheitenanteile aufgrund des lediglich ausgeglichenen Ergebnisses der Tochtergesellschaft BKP geringer aus.

Die erhebliche Verbesserung des Finanzergebnisses in Kombination mit einer geringeren Konzernsteuerquote führte letztendlich dazu, dass der Jahresüberschuss gegenüber dem Vorjahr anstieg. Der Jahresüberschuss belief sich nach den ersten sechs Monaten 2013 auf 1,27 Mio. € (VJ: 1,07 Mio. €). Damit errechnet sich ein Gewinn je Aktie von 0,26 € gegenüber 0,22 € im Vorjahr.

Bilanzielle und finanzielle Situation - Relationen leicht verbessert im 1. HJ 2013

in Mio. €	GJ 2009	GJ 2010	GJ 2011	GJ 2012	HJ 2013
Eigenkapital	23,44	28,22	30,65	31,25	32,56
EK-Quote	20,6 %	22,9 %	25,1 %	25,3 %	25,7 %
Nettoverschuldung	37,43	34,79	40,43	41,66	40,47
Operatives Anlagevermögen	52,32	56,94	56,99	58,10	58,84
Net Working Capital	23,33	23,55	33,30	36,29	34,99

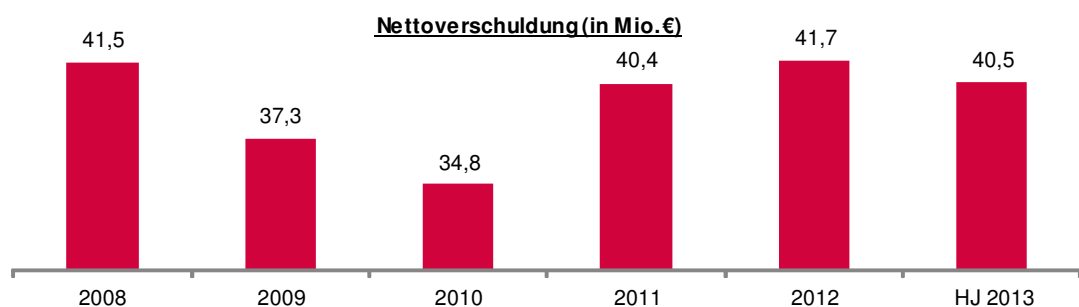
Quelle: Greiffenberger, GBC

Die Greiffenberger AG konnte die bilanziellen Relationen im ersten Halbjahr 2013 weiter leicht verbessern. Dank des positiven Jahresüberschusses erhöhte sich das Eigenkapital auf 32,56 Mio. €. Dies entspricht einem Buchwert je Aktie von rund 6,7 €, welcher somit knapp 20 % über der aktuellen Marktkapitalisierung liegt. Gleichzeitig konnte die Eigenkapitalquote leicht auf 25,7 % per Ende Juni 2013 gesteigert werden. Diesen Wert erachten wir als solide.

Es ist weiterhin das angestrebte Ziel des Vorstands die Eigenkapitalquote auf 33 % zu erhöhen, was gemäß unserer Einschätzung im kommenden Geschäftsjahr 2014 erreicht werden sollte. Bei einer Eigenkapitalquote von über 30 % halten wir Dividendenausschüttungen für realistisch.

Die Nettoverschuldung konnte im ersten Halbjahr 2013 wieder auf 40,47 Mio. € (31.12.2012: 41,66 Mio. €) reduziert werden. Die Rückführung der Verschuldung ist der guten Entwicklung des operativen Cash Flows in der ersten Jahreshälfte zu verdanken. Der operative Cash Flow fiel im Berichtszeitraum 2013 mit 7,77 Mio. € (VJ: 3,20 Mio. €) deutlich positiv aus.

Das nachstehende Schaubild zeigt die Nettoverschuldung seit dem Jahr 2008.



Quelle: Greiffenberger, GBC

Die Höhe der Investitionen belief sich im ersten Halbjahr 2013 auf rund 4,1 Mio. € gegenüber 2,6 Mio. € im Vorjahr. Die getätigten Investitionen konnten vollständig aus dem operativen Cash Flow finanziert werden. Ein Großteil der Investitionen fiel dabei bei den beiden Tochterunternehmen ABM und Eberle an. Während ABM in die Motoren- und Getriebeproduktion am Stammsitz Marktredwitz investierte und Anzahlungen für Investitionen am neuen Standort Lublin leistete, investierte Eberle in die Erweiterung des Produktportfolios sowie in die Modernisierung der IT-Landschaft. Die Investitionen von BKP waren mit knapp 0,1 Mio. € moderat.

Prognose und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 2012	GJ 2013e (neu)	GJ 2013e (alt)	GJ 2014e (neu)	GJ 2014e (alt)
Umsatzerlöse	157,96	159,00	162,00	169,00	169,00
EBITDA (Marge)	15,39 (9,8 %)	13,76 (8,7 %)	14,33 (8,9 %)	16,84 (10,0 %)	16,84 (10,0 %)
EBIT (Marge)	8,80 (5,6 %)	6,96 (4,4 %)	7,53 (4,7 %)	9,94 (5,9 %)	9,94 (5,9 %)
Jahresüberschuss	2,55	2,32	2,51	4,36	4,36
EPS	0,53	0,48	0,52	0,90	0,90

Berechnungen: GBC

Umsatz- und Ergebnisprognosen - Anlaufkosten für neues Werk in Lublin belasten

Mit Veröffentlichung des Halbjahresberichts haben wir unsere Schätzungen für das laufende Geschäftsjahr 2013 leicht nach unten korrigiert. An unseren Prognosen für das kommende Geschäftsjahr 2014 halten wir unverändert fest.

Nunmehr erwarten wir für 2013 einen Umsatz von 159,00 Mio. € (bisher: 162,00 Mio. €). Hierfür verantwortlich ist das schwächere erste Quartal 2013 mit einem Umsatzrückgang um rund 10 %. Trotz einer erwarteten guten Umsatzentwicklung in der zweiten Jahreshälfte erscheint aus heutiger Sicht ein bisher erwarteter Umsatz von 162,00 Mio. € zu ambitioniert.

Zuversichtlich für den weiteren Jahresverlauf stimmen uns der erfreuliche Auftragseingang im ersten Halbjahr 2013 mit einem Book-to-Bill-Verhältnis von mehr als 1,14 sowie der komfortablen Auftragsbestände. Zudem sind wir hinsichtlich der weiteren konjunkturellen Entwicklung verhalten optimistisch gestimmt. Auch der Deutsche Industrie- und Handelskammertag (DIHK) ist positiv für die weitere wirtschaftliche Entwicklung gestimmt. Laut einer jüngsten Umfrage sollen die deutschen Exporte in 2013 und 2014 mit einer Wachstumsrate von 2 % bzw. 4 % zulegen. Aufgrund der hohen Exportquote sollte die Greiffenberger AG hiervon entsprechend profitieren.

Das EBITDA sehen wir für das laufende Geschäftsjahr 2013 bei 13,76 Mio. €. Damit haben wir unsere Schätzung leicht nach unten angepasst (bisher: 14,33 Mio. €). Bei ABM gehen wir davon aus, dass ein größerer Teil der Sonderaufwendungen von rund 1,7 Mio. € für die Inbetriebnahme des neuen Werks in Lublin im zweiten Halbjahr anfallen wird. Daher ist es nach unserer Ansicht unwahrscheinlich, dass ABM die gute EBIT-Marge von 6,0 % in der zweiten Jahreshälfte wiederholen kann. Dagegen rechnen wir für die beiden anderen Tochterunternehmen mit einer Ergebnisverbesserung gegenüber dem ersten Halbjahr 2013. Insbesondere bei BKP rechnen wir nach dem hinter den Erwartungen zurückgebliebenen ersten Halbjahr 2013 mit einer deutlichen Nachfragebelebung, so dass die BKP auf Jahresbasis ein deutlich positives Ergebnis erzielen sollte.

Die Abschreibungen sollten für 2013 bei 6,80 Mio. € liegen. Das Finanzergebnis sollte deutlich besser ausfallen als bislang von uns erwartet. Unser neue Schätzung hinsichtlich des Finanzergebnisses unterstellt nun einen negativen Wert von -3,70 Mio. € (VJ: -4,00 Mio. €). Die niedrigeren Kreditzinsen infolge der im Vorjahr erneuerten Konzernfinanzierung entfalten im laufenden Geschäftsjahr 2013 ihre volle Wirkung.

Des Weiteren erwarten wir einen deutlich positiven operativen Cash Flow in 2013. Im ersten Halbjahr 2013 belief sich dieser bereits auf knapp 8 Mio. €. Dies sollte dann auch einhergehen mit einer weiter steigenden Eigenkapitalquote. Eine Dividendenzahlung für 2013 haben wir unseren Annahmen bislang nicht unterstellt.

Ein Blick auf die Bewertungskennzahlen indiziert eine deutliche Unterbewertung der Greiffenberger-Aktie. So liegt das 2013er KGV bei unter 12. Auch unter Substanzgesichtspunkten ist die Aktie mit einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von rund 0,8 günstig bewertet. Noch ersichtlicher wird die Unterbewertung, wenn der Blick auf das kommende Geschäftsjahr 2014 gerichtet wird. Hier beträgt das KGV weniger als 7, was wir als überaus attraktiv erachten. Der Wegfall der Anlaufkosten für das neue Werk in Polen sowie ein insgesamt steigendes Geschäftsvolumen sollten einen kräftigen Ergebnissprung zur Folge haben.

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 % 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 2014 entspricht als Kursziel 9,30 €.

Damit haben wir unser bisheriges Kursziel nicht verändert.

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	7,1%
AFA zu operativen Anlagevermögen	11,9%	effektive Steuerquote im Endwert	29,0%
Working Capital zu Umsatz	21,9%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio.	estimate		consistency						final
	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e	Endwert
Umsatz (US)	159,00	169,00	174,07	179,29	184,67	190,21	195,92	201,79	
US Veränderung	0,7%	6,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,73	2,91	3,00	3,09	3,18	3,28	3,38	3,47	
EBITDA	13,76	16,84	18,28	18,83	19,39	19,97	20,57	21,19	
EBITDA-Marge	8,7%	10,0%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	
EBITA	6,96	9,93	11,38	11,92	12,49	13,07	13,67	14,29	
EBITA-Marge	4,4%	5,9%	6,5%	6,7%	6,8%	6,9%	7,0%	7,1%	7,1%
Steuern auf EBITA	-2,02	-2,88	-3,30	-3,46	-3,62	-3,79	-3,96	-4,14	
zu EBITA	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
EBI (NOPLAT)	4,94	7,05	8,08	8,47	8,87	9,28	9,71	10,14	
Kapitalrendite	5,2%	7,5%	8,5%	8,8%	9,1%	9,4%	9,7%	10,1%	10,1%
Working Capital (WC)	36,00	37,00	38,10	39,25	40,42	41,64	42,89	44,17	
WC zu Umsatz	22,6%	21,9%	21,9%	21,9%	21,9%	21,9%	21,9%	21,9%	
Investitionen in WC	0,29	-1,00	-1,10	-1,14	-1,18	-1,21	-1,25	-1,29	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	58,30	58,00	58,00	58,00	58,00	58,00	58,00	58,12	
AFA auf OAV	-6,80	-6,90	-6,90	-6,90	-6,90	-6,90	-6,90	-6,90	
AFA zu OAV	11,7%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	
Investitionen in OAV	-7,00	-6,60	-6,90	-6,90	-6,90	-6,90	-6,90	-7,02	
Investiertes Kapital	94,30	95,00	96,10	97,25	98,42	99,64	100,89	102,29	
EBITDA	13,76	16,84	18,28	18,83	19,39	19,97	20,57	21,19	
Steuern auf EBITA	-2,02	-2,88	-3,30	-3,46	-3,62	-3,79	-3,96	-4,14	
Investitionen gesamt	-6,71	-7,60	-8,01	-8,05	-8,08	-8,11	-8,15	-8,30	
Investitionen in OAV	-7,00	-6,60	-6,90	-6,90	-6,90	-6,90	-6,90	-7,02	
Investitionen in WC	0,29	-1,00	-1,10	-1,14	-1,18	-1,21	-1,25	-1,29	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	5,03	6,35	6,97	7,32	7,69	8,07	8,46	8,74	113,97
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	98,92	101,71							
Barwert expliziter FCFs	37,54	34,66							
Barwert des Continuing Value	61,38	67,05							
Nettoschulden (Net debt)	59,25	56,70							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	39,66	45,01							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	39,67	45,01							
Ausstehende Aktien in Mio.	4,839	4,839							
Fairer Wert der Aktie in EUR	8,20	9,30							

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%	4,01	3,16	2,44	1,81	1,26
9,4%	8,22	6,95	5,87	4,93	4,12
11,4%	12,43	10,74	9,30	8,06	6,97
13,4%	16,64	14,53	12,73	11,18	9,83
15,4%	20,85	18,32	16,17	14,30	12,68

Fazit

Die Greiffenberger AG musste im ersten Halbjahr 2013 einen Umsatzrückgang verzeichnen. Nach einem schwächeren ersten Quartal 2013 konnte das Unternehmen zwar deutlich zulegen, allerdings konnte der Umsatzrückgang bislang nicht aufgeholt werden. Während die größte Tochtergesellschaft ABM auf eine erfreuliche operative Entwicklung zurückblicken kann, gingen die Umsätze bei Eberle und BKP deutlicher zurück. Bei BKP machte sich dabei der lange Winter sowie eine geringere Anzahl von öffentlichen Ausschreibungen auf der Umsatzseite bemerkbar.

Die bilanziellen Relationen der Greiffenberger AG haben sich im ersten Halbjahr 2013 weiter verbessert. Infolge des positiven Jahresüberschusses erhöhte sich das Eigenkapital auf 32,56 Mio. €, was einer Eigenkapitalquote von 25,7 % per Ende Juni 2013 entspricht. Gleichzeitig konnte die Nettoverschuldung aufgrund eines positiven freien Cash Flow um über 1 Mio. € auf 40,5 Mio. € reduziert werden.

Die Halbjahreszahlen 2013 lagen infolge eines schwächeren ersten Quartals leicht unter unseren Erwartungen. Wir haben daher unsere Schätzungen für das Geschäftsjahr 2013 leicht nach unten angepasst. Unsere Prognosen sehen für 2013 Umsatzerlöse in Höhe von 159,00 Mio. € (bisher: 162,00 Mio. €) sowie ein EBITDA von 13,76 Mio. € (bisher: 14,33 Mio. €) vor. In unseren Prognosen ist eine Sonderbelastung durch das neue Werk in Lublin von rund 1,7 Mio. € enthalten. Durch den Wegfall der Anlaufkosten für das neue Werk in Polen sowie ein insgesamt steigendes Geschäftsvolumen ist für das kommende Geschäftsjahr 2014 dann von einer deutlichen Ergebnisverbesserung auszugehen.

Auf Basis des derzeitigen Aktienkurses indizieren unsere Bewertungskennzahlen eine deutliche Unterbewertung der Greiffenberger-Aktie. Insbesondere den Blick auf das Jahr 2014 gerichtet, erscheint das KGV von weniger 7 als überaus attraktiv und ist nach unserer Einschätzung unangemessen niedrig. Auch notiert der Aktienkurs aktuell knapp 20 % unter dem Buchwert je Aktie.

Unsere Kursziel für die Aktie der Greiffenberger AG liegt unverändert bei 9,30 €. Damit bestätigen wir unsere Kaufempfehlung für die Aktie. Ausgehend vom derzeitigen Aktienkurs errechnet sich ein deutliches Kurspotential von mehr als 60 %.

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