



Researchstudie (Anno)



**ABM kommt gut voran bei der
Verbesserung der EBIT-Marge -
Wachstum bei Umsatz und Ergebnis voraus**

Kursziel: 9,80 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 19**

Greiffenberger AG^{*5}

Kaufen

Kursziel: 9,80

aktueller Kurs: 6,16
28.4.2014 / ETR
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005897300
WKN: 589730
Börsenkürzel: GRF
Aktienanzahl³: 5,323
Marketcap³: 32,79
EnterpriseValue³: 91,58
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 43,0 %

Transparenzlevel:
General Standard
Marktsegment:
Regulierter Markt
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
Donner & Reuschel AG

Analysten:

Philipp Leopold
leopold@gbc-ag.de

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 20

Unternehmensprofil

Branche: Industrie

Fokus: Antriebstechnik, Sägeblätter/ Bandstahl,
Kanalsanierungstechnologie

Mitarbeiter: 1051 Stand: 31.12.2013

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 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.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014e	31.12.2015e
Umsatz	157,96	155,24	163,00	171,00
EBITDA	15,39	12,59	15,17	17,01
EBIT	8,80	6,03	8,17	10,01
Jahresüberschuss	2,55	1,30	3,46	4,82

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,53	0,27	0,65	0,91
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,59	0,59	0,56	0,54
EV/EBITDA	6,03	7,27	6,04	5,38
EV/EBIT	10,54	15,19	11,21	9,15
KGV	11,62	22,81	9,48	6,77
KBV		1,00		

Finanztermine

12.05.2014: Veröffentlichung Q1-Bericht
26.06.2014: Hauptversammlung
25.08.2014: Veröffentlichung HJ-Bericht
10.11.2014: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
27.8.2013: RS / 9,30 / KAUFEN
19.7.2013: RG / 9,30 / KAUFEN
29.4.2013: RS / 9,30 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Die Greiffenberger AG erzielte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 Umsatzerlöse in Höhe von 155,24 Mio. € und lag damit knapp 2 % unter dem Vorjahresniveau. Während die größte Tochtergesellschaft ABM den Wachstumskurs der vergangenen Jahre erfolgreich fortführen konnte, mussten die Tochterunternehmen Eberle und BKP Umsatzrückgänge verzeichnen.
- Das rückläufige Ergebnis in 2013 erklärt sich neben den Sonderaufwendungen von rund 2 Mio. € im Zusammenhang mit dem neuen Werk in Polen durch die niedrigere Umsatzbasis bei Eberle und BKP. Erfreulich sehen wir die Ertragslage bei ABM. Die bereinigte EBIT-Marge von ABM belief sich in 2013 auf knapp 7%. Damit befindet sich ABM auf einem guten Weg, mittelfristig die angestrebte EBIT-Marge von 8 % zu erreichen.
- Die bilanziellen Relationen haben sich im Geschäftsjahr 2013 leicht verbessert. Trotz der überdurchschnittlich hohen Investitionen konnte dank eines guten Working Capital-Managements die Nettoverschuldung leicht abgebaut werden. Die bereits erreichten Verbesserungen bei der Reduzierung des Net Working Capitals erachten wir als nachhaltig, da die umgesetzten strukturellen Maßnahmen Wirkung zeigen.
- Wir sind überzeugt, dass die Greiffenberger AG in 2014 sowie in den Folgejahren eine nachhaltige Stärkung der Ertragskraft, einhergehend mit einer Verbesserung der Margensituation, erreichen wird. Unsere Prognose sieht eine steigende EBITDA-Marge für 2014 sowie für 2015 auf 9,3 %, respektive 10,0 % vor. Folglich rechnen wir auch mit einer deutlichen Erhöhung des Eigenkapitals sowie mit einer Rückführung der Nettoverschuldung.
- **Unser Kursziel für die Aktie der Greiffenberger AG haben wir auf 9,80 € angehoben (bisher: 9,30 €). Hierin ist der Verwässerungseffekt aus der im April 2014 durchgeführten Kapitalerhöhung berücksichtigt. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau errechnet sich somit ein deutliches Kurspotential von rund 60 %. Aufgrund der klaren Unterbewertung vergeben wir für die Aktie der Greiffenberger AG das Rating Kaufen.**

INHALTSVERZEICHNIS

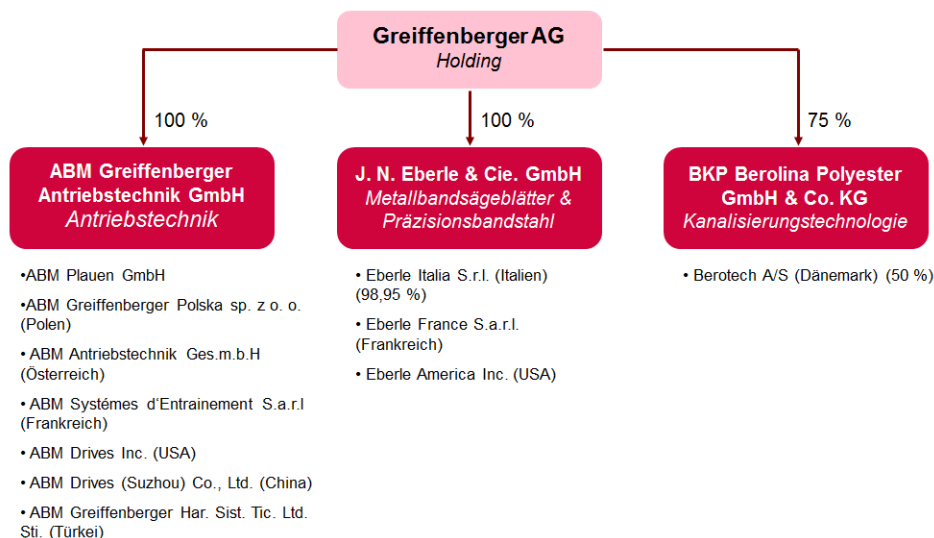
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Profil.....	4
Aktionärsstruktur	4
Markt und Marktumfeld	5
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	8
Kennzahlen im Überblick	8
Geschäftsentwicklung 2013	9
Umsatzentwicklung	9
Ergebnisentwicklung	11
Bilanzielle und finanzielle Situation	13
SWOT-Analyse	14
Prognose und Modellannahmen	15
Umsatzprognosen	15
Ergebnisprognosen	16
Bewertung	17
Modellannahmen	17
Bestimmung der Kapitalkosten	17
Bewertungsergebnis	17
DCF-Modell.....	18
Anhang	19

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.

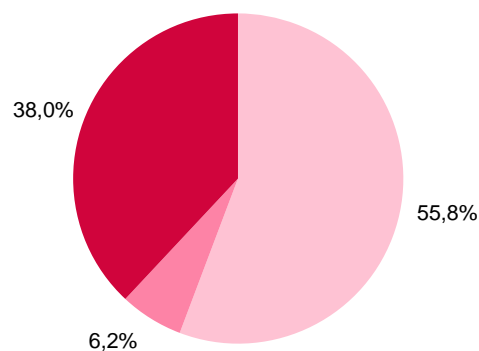
Das nachstehende Schaubild zeigt die Unternehmensstruktur der Greiffenberger AG:



Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	31.03.2014
Greiffenberger Holding GmbH	55,8 %
Baden-Württembergische Versorgungsanstalt	6,2 %
Streubesitz	38,0 %

Quelle: Greiffenberger AG; GBC AG

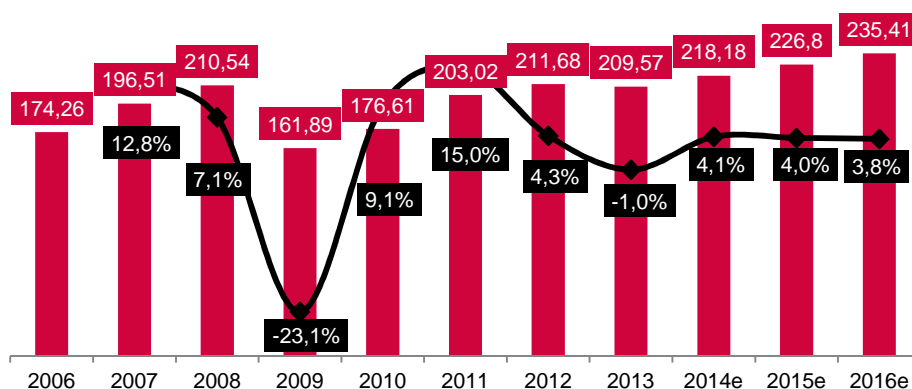


MARKT UND MARKTUMFELD

Markt- und Branchenanalyse

Laut dem Verband Deutscher Maschinen und Anlagenbauer (VDMA) war das Jahr 2013 ein eher enttäuschendes Geschäftsjahr, indem das angestrebte Produktionsplus in Höhe von 2 % nicht erreicht werden konnte und auf einen Rückgang um -1 % revidiert werden musste. Die Produktionsleistung innerhalb der Maschinen- und Anlagenbauer ist demnach in 2013 erstmals seit dem Jahr 2010 wieder rückläufig gewesen. In den kommenden drei Jahren rechnen der Internationale Währungsfonds (IWF) und das Statistische Bundesamt jedoch mit einer erneuten Erholung für den deutschen Markt und erwarten ein stetiges Wachstum von im Schnitt 4 %.

Umsatzentwicklung im Maschinenbau in Deutschland in Mrd. €

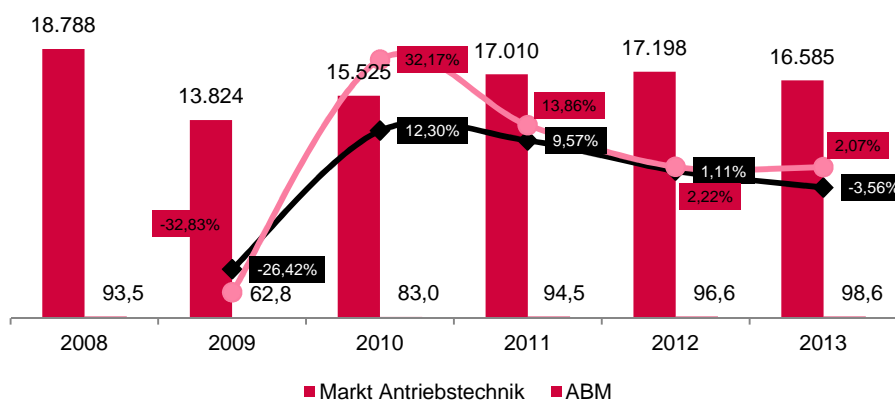


Quelle: IWF; Statistisches Bundesamt; GBC AG

Wird das schwierige weltwirtschaftliche Umfeld im zurückliegenden Geschäftsjahr berücksichtigt, ist der leichte Rückgang um -1,0 % dennoch als respektable Entwicklung zu sehen. Dabei war vor allem das erste Quartal 2013 von der konjunkturellen Abkühlung in 2012 geprägt und konnte im weiteren Jahresverlauf 2013 nicht mehr vollständig kompensiert werden. Mit Umsatzerlösen in Höhe von 218,18 Mrd. € für das Jahr 2014 rechnen der IWF und das Statistische Bundesamt jedoch bereits mit einem erneuten Rekordniveau der letzten zehn Jahre.

Der für die Greiffenberger AG unter anderem wichtige Bereich Antriebstechnik stellt mit seinem Anteil von 8,6 % an den Exporten der deutschen Anlagen- und Maschinenbauer einen der wichtigsten Wachstums- und Umsatztreiber dar. Dabei entwickelte sich der Bereich Antriebstechnik im zurückliegenden Jahr 2013 besser als die gesamte Maschinenbaubranche und ging im Vergleich zu 2012 auf der Exportseite nur leicht um -0,4 % zurück bzw. stieg um 0,4 % auf der Importseite. Von der positiven Entwicklung innerhalb der gesamten Maschinenbaubranche der nächsten Jahre sollte der Bereich Antriebstechnik demnach überproportional profitieren können. ABM, der größte Unternehmensbereich der Greiffenberger-Gruppe, ist Systemanbieter in der Antriebstechnik und bietet kundenspezifische Lösungen bestehend aus Motor, Getriebe, Bremse und Frequenzumrichter an.

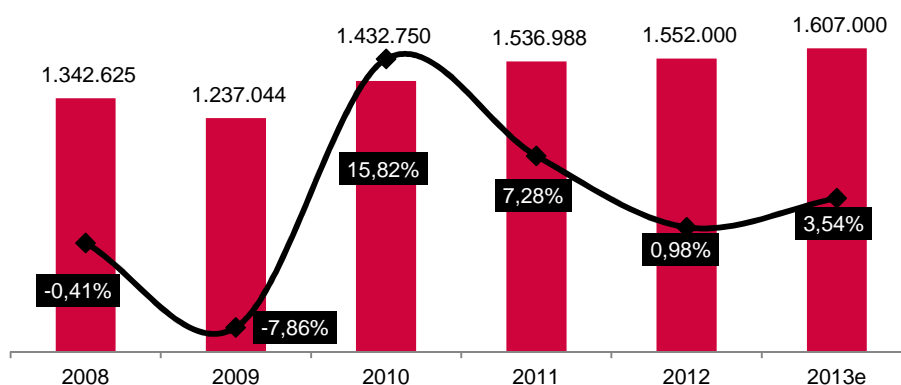
Umsatzentwicklung im Bereich Antriebstechnik in Deutschland in Mio. € im Verhältnis zur Greiffenberger AG



Quelle: Statistisches Bundesamt; GBC AG

Für die Tochtergesellschaft Eberle, Obergesellschaft des Unternehmensbereichs Metallbandsägeblätter & Präzisionsbandstahl, ist die weltweite Rohstahlproduktion ein wichtiger Indikator für die operative Geschäftsentwicklung. Das abgelaufene Geschäftsjahr 2013 kann dabei auf Gesamtmarktbasis durchaus als positives Umfeld gesehen werden. Allerdings war das Jahr 2013 vor allem aber auch geprägt von sehr heterogenen Entwicklungen in den einzelnen Regionen, wobei zentrale Märkte weiterhin unter konjunkturellen Schwierigkeiten und teilweise rückläufiger Wirtschaftsleistung litten. Die weltweite Produktion von Rohstahl stieg laut der World Steel Association (WSA) und der Nachrichtenagentur Reuters im Vergleich zum Vorjahr um 3,5 % auf 1.607 Mrd. Tonnen. Erfreulich für das Segment war auch der Anstieg der Auslastung. Im vergangenen Jahr stieg die weltweite Kapazitätsauslastung von 76,2 % auf 78,1 % in 2013.

Weltweite Rohstahlproduktion in Mio. Tonnen

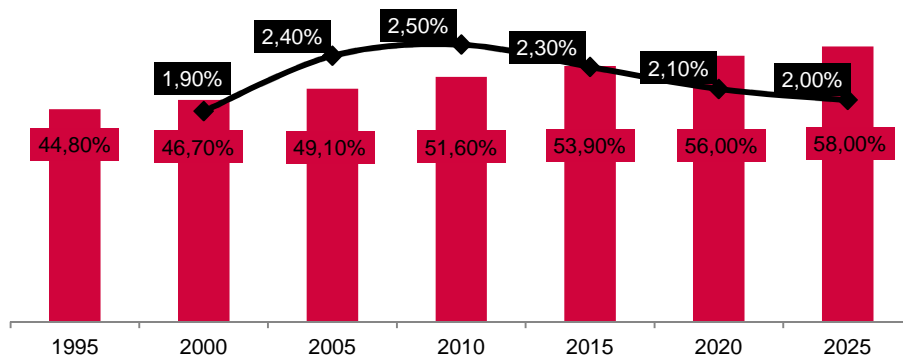


Quelle: World Steel Association; GBC AG

Der Start in das Geschäftsjahr 2014 war jedoch für die Rohstahlproduktion etwas durchwachsen. Laut der WSA stieg die Produktion im Februar 2014 im Vergleich zum Vorjahresmonat zwar um 0,6 % auf 125 Mio. Tonnen, im Januar 2014 war sie mit -0,4 % jedoch noch leicht rückläufig. Die Wachstumsprognose des IWF von 3,7 % für 2014 und 3,9 % für 2015 für die weltweite Konjunktur sollte jedoch bei entsprechendem Eintreten auch im Bereich der Rohstahlproduktion für erhöhte Kapazitätsauslastungen und steigende Wachstumsraten sorgen.

Neben den Bereichen Anlagen- und Maschinenbau, beziehungsweise Antriebstechnik sowie der Rohstahlproduktion, ist die Greiffenberger AG über ihre Tochtergesellschaft BKP Berolina Polyester GmbH & Co. KG von der Entwicklung und den Investitionen in unterirdische Infrastruktur abhängig. Dabei wird der Anteil der in Städten lebenden Bevölkerung in Zukunft weiter steigen und dementsprechend einen weiteren und kontinuierlichen Ausbau sowie die Modernisierung der bereits bestehenden unterirdischen Infrastruktur, wie beispielsweise Kanal- und Abwassersysteme, erfordern.

Anteil der in Städten lebenden Bevölkerung bis 2025



Quelle: United Nations; GBC AG

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2011	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014e	GJ 2015e
Umsatzerlöse	156,61	157,96	155,24	163,00	171,00
Sonstige Erträge	2,99	3,38	2,82	3,00	3,00
Bestandsveränderung	4,38	0,65	1,41	0,00	0,00
Andere aktivierte Eigenleistung	0,73	0,65	1,04	0,80	0,80
Gesamtleistung	164,71	162,64	160,51	166,80	174,80
Materialaufwand	-79,33	-76,55	-74,39	-74,23	-77,79
Personalaufwand	-48,98	-49,44	-52,84	-57,40	-59,00
Abschreibungen	-6,47	-6,59	-6,56	-7,00	-7,00
Andere Aufwendungen	-21,61	-21,26	-20,70	-20,00	-21,00
EBIT	8,31	8,80	6,03	8,17	10,01
Finanzergebnis	-4,51	-5,30	-3,65	-3,50	-3,50
EBT	3,81	3,51	2,38	4,67	6,51
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-1,29	-0,95	-1,08	-1,22	-1,69
Jahresüberschuss	2,52	2,55	1,30	3,46	4,82

EBITDA	14,78	15,39	12,59	15,17	17,01
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>9,4%</i>	<i>9,7%</i>	<i>8,1%</i>	<i>9,3%</i>	<i>10,0%</i>
EBIT	8,31	8,80	6,03	8,17	10,01
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>5,3%</i>	<i>5,6%</i>	<i>3,9%</i>	<i>5,0%</i>	<i>5,9%</i>
Ergebnis je Aktie in €	0,52	0,53	0,27	0,65	0,91
Dividende je Aktie in €	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Aktienzahl in Mio. Stück	4,84	4,84	4,84	5,32	5,32

Geschäftsentwicklung 2013

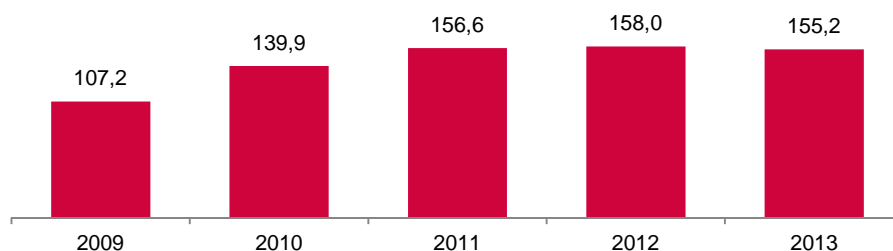
GuV (in Mio. €)	GJ 2012	Δ zum VJ	GJ 2013
Umsatzerlöse	157,96	-1,7%	155,24
EBITDA	15,39	-18,2%	12,59
EBITDA-Marge	9,7%		8,1%
EBIT	8,80	-31,5%	6,03
EBIT-Marge	5,6%		3,9%
Jahresüberschuss	2,55	-49,2%	1,30
EPS in €	0,53	-49,2%	0,27

Quelle: Greiffenberger AG; GBC AG

Umsatzentwicklung – Wachstum bei ABM setzt sich fort, Eberle und BKP erreichen nicht das Vorjahresniveau

Die Greiffenberger AG erzielte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 einen Umsatz in Höhe von 155,24 Mio. € und lag damit leicht unter dem Vorjahresniveau (VJ: 157,96 Mio. €) sowie leicht unter unseren Schätzungen von 159,00 Mio. €. Die Auftragseingänge dagegen lagen mit 159,8 Mio. € rund 11 % über dem Vorjahreswert. Während sich der stetige Aufwärtstrend bei ABM unverändert fortgesetzt hat, mussten die beiden Tochterunternehmen Eberle und BKP jeweils einen Umsatzrückgang hinnehmen.

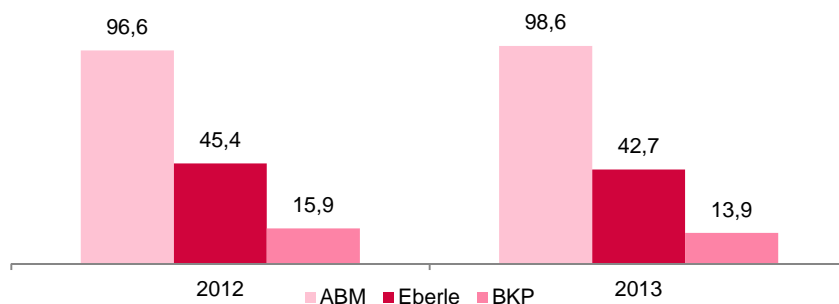
Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: Greiffenberger AG; GBC AG

Auf Konzernebene hat sich der Umsatz nach den deutlichen Zuwächsen in den Jahren 2009 und 2010 seitdem auf einem stabilen Niveau konsolidiert.

Umsatzentwicklung nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: Greiffenberger AG; GBC AG

Die stärkste Wachstumsdynamik in den vergangenen Jahren konnte die größte Tochtergesellschaft ABM verzeichnen. Hier konnte der Umsatz im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 um rund 2 % auf 98,6 Mio. € (VJ: 96,6 Mio. €) gesteigert werden. Die Umsatzgren-

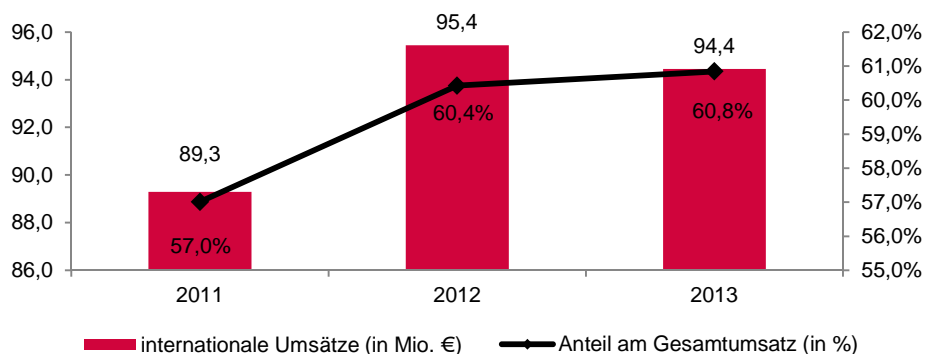
ze von 100 Mio. € ist somit fest im Blick und sollte unserer Einschätzung nach bereits in 2014 erreicht werden. ABM verfügt über eine breite Kundenbasis, welche in den letzten Jahren kontinuierlich ausgebaut werden konnte und welche in einer Vielzahl von Branchen aktiv ist. Langjährige Beziehungen bestehen zu Kunden aus den Branchen Gabelstapler, Hebetchnik, Textilmaschinen und allgemeiner Maschinenbau. Diese Kundengruppen sollten nach unserer Schätzung für rund die Hälfte der Umsätze verantwortlich sein. Andere wichtige Kundengruppen von ABM kommen aus den Branchen Medizintechnik, erneuerbare Energien (Biomasseheizungen und Windkraft), E-Mobilität sowie Intra- und Lagerlogistik.

Das neue ABM-Werk in Polen wurde planmäßig im vierten Quartal 2013 eröffnet und hat die Produktion aufgenommen. Ende Dezember 2013 waren in Lublin bereits knapp 90 Mitarbeiter beschäftigt, derzeit sind es rund 120 Beschäftigte. Das neue Werk in Polen wird im Rahmen der Konzernbetrachtung keine zusätzlichen Umsatzimpulse liefern, da es sich hier um Innenumsätze handelt. Das neue Werk ist ein wichtiger Baustein zur weiteren Optimierung der Supply Chain und zur Verbesserung des Qualitätsniveaus. Dies sollte sich bereits im laufenden Geschäftsjahr in einer höheren Rohertragsmarge niederschlagen.

Bei der Tochtergesellschaft Eberle reduzierte sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 der Umsatz auf 42,7 Mio. € (VJ: 45,4 Mio. €). Die rückläufige Entwicklung erklärt sich dabei durch eine geringere Nachfrage aus dem Ausland. Insbesondere in den südeuropäischen Ländern und in Frankreich machte sich das schwierige konjunkturelle Umfeld bemerkbar. In Europa gingen die Umsätze um über 10 % zurück. In Deutschland lagen die Umsätze konstant bei rund 3,7 Mio. €. Die hohe Exportquote von rund 91 % ist Ausdruck der internationalen Ausrichtung von Eberle auf die Regionen Asien, Europa und Nordamerika. Die geringeren ausländischen Kundenabrufe sollten dabei gleichermaßen die Produktbereiche Bandsägeblättern, Präzisionsbandstahl und Bimetallbandstahl betroffen haben.

BKP verzeichnete im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 einen Umsatzrückgang um knapp 13 % auf 13,9 Mio. € (VJ: 15,9 Mio. €), was im Wesentlichen auf drei Faktoren zurückzuführen ist. Zum einen führte der strenge Winter 2012/13 zu einer insgesamt schwächeren Bautätigkeit im Bereich der Kanalsanierungen. Des Weiteren sah sich BKP mit einer verhaltenen Auftragsvergabe des öffentlichen Sektors konfrontiert, was sich im Bereich der Schlauchliner negativ ausgewirkt hat. Zudem erhielt BKP im Vorjahr einen unerwartet umfangreichen Auftrag im Bereich der Gasrohrummantelung mit einem Volumen von geschätzt rund 2 Mio. €, welcher sich in dieser Größenordnung nicht wiederholte. Diese Effekte sind verantwortlich für den deutlichen Umsatzrückgang auf dem Kernmarkt Deutschland (2013: 7,9 Mio. € vs. 2012: 10,3 Mio. €). Im Ausland lagen die Umsätze mit 6,0 Mio. € rund 7 % über Vorjahresniveau.

Internationale Umsätze (in Mio. €)



Quelle: Greiffenberger AG; GBC AG

Die internationalen Umsätze beliefen sich im Gesamtjahr 2013 auf 94,4 Mio. €, gegenüber 95,4 Mio. € im Vorjahr. Während ABM in 2013 bei den Auslandsumsätzen leicht zulegen konnte, gingen diese bei Eberle um rund 7 % zurück. Laut Unternehmensangaben wurden gruppenweit in 2013 rund 31 % der Gesamtumsätze in den Wachstumsmärkten Umwelttechnik und Energieeffizienz erzielt.

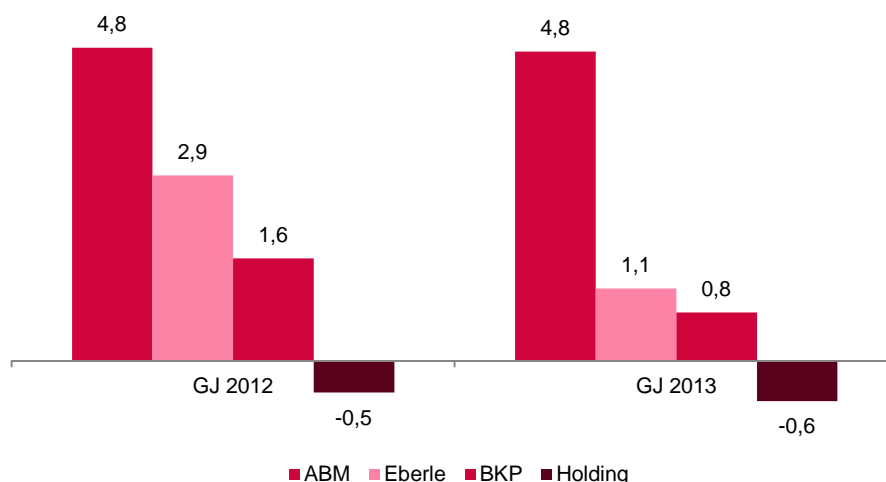
Ergebnisentwicklung – Bereinigte EBIT-Marge von ABM bei knapp 7 %

Auf Konzernebene hat sich die Materialaufwandsquote im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 erneut verbessert. Diese belief sich auf 47,9 % nach 48,5 % im Vorjahr. Bereits im Vorjahr konnte hier eine erhebliche Reduzierung realisiert werden (2011: 50,7 %). Als wichtige Rohstoffe für die Tochterunternehmen sind hier unter anderem Stahl, Aluminium, Kupfer, Kunstharz und Glasfasern zu nennen. Neben der tendenziell vorteilhaften Entwicklung der Rohstoffpreise haben sich aber vor allem die umgesetzten Maßnahmen zur Optimierung des Einkaufs (Internationalisierung des Lieferantenkreises, die verstärkte Bündelung von zugekauften Leistungen sowie die Weiterführung der Plattformstrategie) positiv auf die Materialaufwandsquote ausgewirkt. Durch das neu eröffnete Werk in Polen sollte sich dieser positive Trend auch in den kommenden Jahren fortsetzen.

Die Personalaufwendungen beliefen sich in 2013 auf 52,84 Mio. € (VJ: 49,44 Mio. €). Gegen Ende 2013 waren 1.051 Mitarbeiter in der Greiffenberger Gruppe beschäftigt. Der Zuwachs von rund 80 neuen Mitarbeitern ist dabei fast ausschließlich auf das Werk in Polen zurückzuführen. Insgesamt ist ABM mit rund 700 Mitarbeitern der größte Arbeitgeber innerhalb des Konzerns.

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) lag mit 12,59 Mio. € unterhalb dem Vorjahr (VJ: 15,39 Mio. €). Unsere Prognose von 13,76 Mio. € wurde somit leicht verfehlt. Die leichte Abweichung erklärt sich vor allem durch die schwächeren Ergebnisbeiträge der Tochtergesellschaften Eberle und BKP. Die Einmalaufwendungen im Zusammenhang mit dem neuen Werk in Polen von rund 2 Mio. € lagen im Rahmen der Budgetplanungen.

EBIT nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: Greiffenberger AG; GBC AG

Das operative Ergebnis von ABM hat sich in 2013 nach unserer Einschätzung durchaus erfreulich entwickelt. Hier konnte mit 4,8 Mio. € ein Segmentergebnis auf Vorjahreshöhe erzielt werden. Unter Berücksichtigung der Sonderaufwendungen im Zusammenhang mit dem neu eröffneten Werk in Polen von rund 2 Mio. €, hätte die bereinigte EBIT-Marge bereits bei 6,9 % (VJ: 5,0 %) gelegen. Damit befindet sich die Gesellschaft auf einem guten Weg, um die mittelfristig angestrebte EBIT-Marge von 8 % zu realisieren.

Dagegen konnten die Tochterunternehmen Eberle und BKP das gute Ergebnis des Vorjahres nicht wiederholen. Dies ist im Wesentlichen durch das jeweils niedrigere Umsatzvolumen bedingt. Bei Eberle führten zudem zahlreiche Maßnahmen zur Verbesserung der internen Prozesse, wie z. B. die Erneuerung der IT-Landschaft, zu einer höheren Kostenbasis.

Eine deutliche Verbesserung konnte beim Finanzergebnis erreicht werden. Das Finanzergebnis lag im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 bei -3,65 Mio. € (VJ: -5,30 Mio. €) und fiel folglich deutlich besser aus, als im vergleichbaren Vorjahreszeitraum. Dies erklärt sich neben dem Wegfall von Einmalaufwendungen im Zuge der Neuordnung der Konzernfinanzierung im März 2012 auch durch die jetzt deutlich niedrigeren Zinsen sowie durch einen leicht positiven Ertrag von 0,1 Mio. € aus der Bewertung von Zinssicherungsinstrumenten. In 2013 führte die Marktbewertung von Zinssicherungsderivaten noch zu einem nicht liquiditätswirksamen Aufwand von rund 0,9 Mio. €. Die Minderheitenanteile lagen bei lediglich 0,06 (VJ: 0,27 Mio. €), da sich das Ergebnis der BKP in 2013 rückläufig entwickelte.

Die hohe Steuerquote in 2013 von über 45 % ist auf die Anlaufverluste der ABM Greiffenberger Polska zurückzuführen, da hier die Verlustvorträge nicht aktiviert werden konnten. Der Jahresüberschuss der Greiffenberger-Gruppe belief sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 auf 1,30 Mio. € gegenüber 2,55 Mio. €, was einem Gewinn je Aktie von 0,27 € (VJ: 0,53 €) entspricht.

Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012	GJ 2013
Eigenkapital	30,65	31,25	32,28
EK-Quote (in %)	25,1	25,3	24,9
Operatives Anlagevermögen	56,99	58,10	61,76
Working Capital	33,30	36,29	31,52
Net Debt	57,30	60,59	58,79

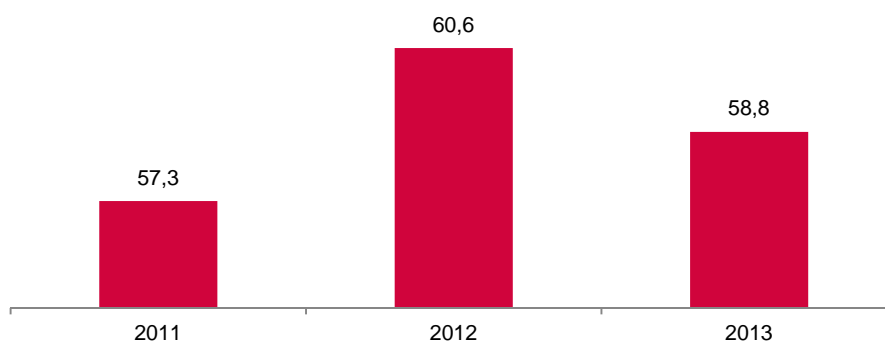
Quelle: Greiffenberger AG; GBC AG

Die bilanziellen Relationen der Greiffenberger AG haben sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 nach unserer Einschätzung leicht verbessert. Dies hängt einerseits mit dem positiven Jahresüberschuss und andererseits mit der Optimierung des Working Capital-Managements zusammen.

Das Eigenkapital hat sich per Dezember 2013 dank des Jahresüberschusses leicht auf 32,28 Mio. € erhöht. Die Eigenkapitalquote lag mit 24,9 % annähernd auf dem Niveau des Vorjahres (VJ: 25,3 %). Es ist unverändert das Ziel der Greiffenberger AG, die Eigenkapitalquote auf 33 % zu steigern sowie die noch relativ hohe Nettoverschuldung in den kommenden Jahren weiter deutlich zurückzuführen.

Erfreuliche Fortschritte konnten auf Seite des Working Capital Managements erzielt werden. Nach unseren Berechnungen konnte das Net Working Capital deutlich auf 31,52 Mio. €, gegenüber 36,29 Mio. € zum Vorjahr, reduziert werden. Dabei handelt es sich nach unserer Ansicht weniger um reine Stichtageffekte, als vielmehr um strukturelle Verbesserungen beim Bestandsmanagement sowie bei der Warenbeschaffung infolge umgesetzter Optimierungsmaßnahmen.

Net Debt (in Mio. €)



Quelle: Greiffenberger AG; GBC AG

Die Kennzahl Net Debt (inklusive Pensionen, Leasing und latente Steuern) konnte ebenfalls leicht auf 58,79 Mio. € verbessert werden. Dies sehen wir vor dem Hintergrund der hohen Investitionen als positiv an. Die Investitionen lagen in 2013 mit 10,6 Mio. € (VJ: 7,8 Mio. €) auf einem überdurchschnittlich hohen Niveau. Der Großteil der Investitionen fiel bei der Tochtergesellschaft ABM mit 5,4 Mio. € an. Davon entfielen rund 2 Mio. € auf das neue Werk in Polen. Eberle tätigte Investitionen von 3,0 Mio. € und damit in einer ähnlichen Größenordnung wie in 2012. Hier wurde in Anlagen zur Erweiterung der Produktpalette und in eine neue Maschine zur Bandkantenbearbeitung investiert. Die leicht erhöhten aktivierten Eigenleistungen stehen in engem Zusammenhang mit der Einführung neuer IT-Systeme bei ABM und Eberle (2013: 1,04 Mio. € vs. 2012: 0,65 Mio. €).

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Tochterunternehmen besetzen technologisch führende Positionen in attraktiven Nischenmärkten • Stille Reserven bei den Immobilien in Augsburg und Marktredwitz • Breit diversifizierter und langjähriger Kundens-tamm • Internationale Positionierung der Tochterunter-nehmen mit einer Exportquote von über 60 % • Gesicherte und langfristige Konzernfinanzie-rung zu attraktiven Konditionen • Gute Stellung in den Wachstumsmärkten Umwelttechnik und Energieeffizienz mit einem Umsatzanteil von derzeit rund 31 % • Hohe organisationale Flexibilität und ausge-prägte Fähigkeit zur Reorganisation 	<ul style="list-style-type: none"> • Bislang keine Dividendenausschüttung • Nur geringe operative Synergieeffekte zwischen den Tochterunternehmen • Noch zu geringe Eigenkapitalquote • Relativ hohe Nettoverschuldung
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Weitere Reduzierung der Nettoverschuldung und Erhöhung der Eigenkapitalquote ermögli-chen Wiederaufnahme einer Dividendenzah-lung • Neues Werk der ABM in Lublin führt zu einer Verbesserung der Rohertragsmarge • Weiterer Ausbau der Bereiche Umwelttechno-logie und Energieeffizienz vor dem Hintergrund globaler Trends und entsprechender Gesetz-gebungen • Ausschöpfung von Skaleneffekten bei höherem Umsatzwachstum, welches durch die beste-hende Produktionskapazitäten gestemmt wer-den kann • Weitere Steigerung der Marge bei ABM • BKP profitiert durch steigende Infrastrukturin-vestitionen infolge des weltweiten Trends der Urbanisierung 	<ul style="list-style-type: none"> • Konjunkturelle Abschwächung der Welt-wirtschaft kann sich negativ auf den Um-satz auswirken, insbesondere bei den kon-junktursensibleren Bereichen Antriebstechnik und Metallbandsägeblätter • Anstieg der Preise für wichtige Rohstoffe können den Materialaufwand belasten

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014e	GJ 2015e
Umsatzerlöse	155,24	163,00	171,00
EBITDA	12,59	15,17	17,01
EBITDA-Marge	8,1%	9,3%	10,0%
EBIT	6,03	8,17	10,01
EBIT-Marge	3,9%	5,0%	5,9%
Jahresüberschuss	1,30	3,46	4,82
EPS in €	0,27	0,65	0,91

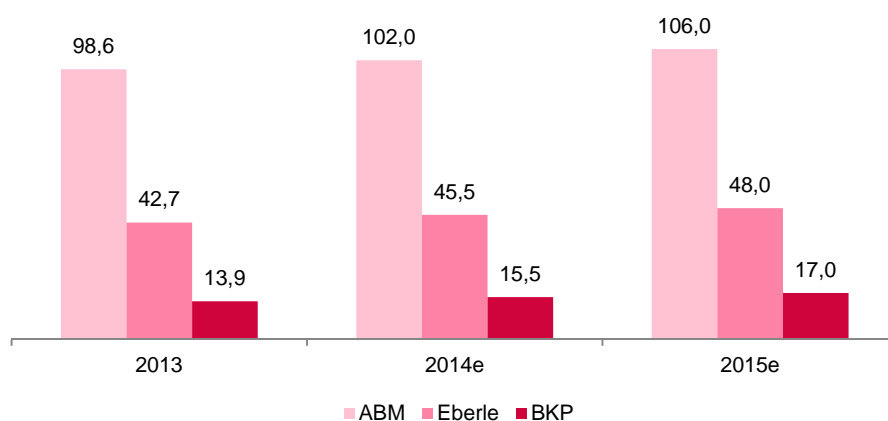
Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen – Rekorde auf Konzernebene und bei ABM erwartet

Für das laufende Geschäftsjahr 2014 gehen wir für den Konzern von einem Umsatzwachstum von 5,0 % auf dann 163,00 Mio. € aus. Damit sollte erstmalig in der Firmenhistorie die Umsatzschwelle von 160 Mio. € übertroffen werden. Unsere Prognosen basieren auf der Annahme, dass das Wachstum von allen drei Tochterunternehmen gleichermaßen getragen wird. Nachdem 2013 die Produktionsleistung der deutschen Maschinen- und Anlagenbauern leicht rückläufig war, gehen verschiedene Forschungsinstitute für die kommenden Jahre von einem soliden Branchenwachstum aus. Hiervon sollten die Tochterunternehmen der Greiffenberger-Gruppe entsprechend profitieren können.

Die Greiffenberger AG ist mit einem komfortablen Auftragsbestand in das neue Geschäftsjahr 2013 gestartet, welcher mit 34,6 Mio. € deutlich über dem vergleichbaren Vorjahreswert (VJ: 32,3 Mio. €) lag. Gleichzeitig betrug das Book-to-Bill Verhältnis zum Jahresende 1,1, was auf eine erfreuliche Geschäftsentwicklung in den kommenden Quartalen hindeutet.

Das nachstehende Schaubild zeigt unsere Umsatzerwartung für die Jahre 2014 und 2015 verteilt nach den Tochtergesellschaften.



Quelle: GBC AG

Bei ABM wird sich das Wachstum auch in 2014 fortsetzen. Hier sollte gemäß unserer Prognose erstmalig ein Umsatz von mehr als 100 Mio. € erzielt werden. Nachdem der Umsatz von Eberle in den vergangenen beiden Jahren rückläufig war, wird ein freundlicheres konjunkturelles Umfeld in den europäischen Ländern wieder zu einer höheren Nachfrage nach Sägeblättern und Bandstahl führen. Zusätzliche Wachstumsimpulse auf

die Geschäftstätigkeit von Eberle erwarten wir aus den Regionen Asien und USA. Zudem strebt Eberle an, über die Gewinnung von Marktanteilen bei Hartmetallbandsägeblättern Wachstum zu realisieren.

Bei BKP sollte eine Umsatzsteigerung vor allem über den weiteren Ausbau der Kundenbasis im Ausland erfolgen. In 2013 lagen die im Ausland erzielten Umsatzerlöse bereits bei rund 6 Mio. € nach 5,6 Mio. € in 2012 bzw. 5,4 Mio. € in 2011. Mit den in den vergangenen Jahren ausgebauten Produktionskapazitäten ist BKP unserer Ansicht nach in der Lage, ein deutlich höheres Umsatzvolumen zu erzielen.

Ergebnisprognosen – Deutliche Margensteigerung im laufenden Jahr 2014 erwartet

Wir sind der festen Überzeugung, dass es der Greiffenberger AG gelingen wird, beginnend mit dem Jahr 2014, das Ertragsniveau deutlich und nachhaltig zu verbessern. In den vergangenen vier Jahren lag der Jahresüberschuss in einem Korridor von 1,3 Mio. € bis 2,6 Mio. €. Hier gab es diverse Sondereffekte, welche das Ergebnis belastet hatten.

Für 2014 erwarten wir ein EBITDA in Höhe von 15,17 Mio. €, was einer EBITDA-Marge von 9,3 % entspricht. Die Abschreibungen sollten gemäß unserer Einschätzung leicht auf 7,00 Mio. € ansteigen. Folglich wird sich das EBIT in 2014 auf 8,17 Mio. € belaufen. Als wesentliche Ergebnistreiber werden sich dabei neben dem Wegfall der Sonderaufwendungen bei ABM, die Tochtergesellschaften Eberle und BKP erweisen. Hier kommen verstärkt Skaleneffekte infolge der steigenden Umsatzerlöse zum Tragen.

Das Finanzergebnis sehen wir in 2014 mit -3,50 Mio. € auf Vorjahreshöhe. Hier wird die jüngst durchgeführte Kapitalerhöhung, welche zu einem Bruttoemissionserlös von knapp 3 Mio. € führte, zu einer Reduzierung der Nettoverschuldung führen. Gleichzeitig werden die im Finanzergebnis enthaltenen Minderheitenanteile von BKP infolge der erwarteten Ergebnisverbesserung wieder ansteigen.

Unter der Annahme einer Steuerquote auf Konzernebene von 26,0 % errechnet sich für das laufende Geschäftsjahr 2014 ein Jahresüberschuss in Höhe von 3,46 Mio. €. Auf Basis der nach der Kapitalmaßnahme ausstehenden Aktienanzahl (5,323 Mio. Stück) liegt der Gewinn je Aktie dann bei 0,65 €.

Die Investitionen werden gemäß unserer Schätzung in 2014 nach dem überdurchschnittlich hohen Niveau 2013 in etwa auf Höhe der Abschreibungen liegen. Des Weiteren unterstellen unsere Annahmen für 2014 trotz des Umsatzwachstums nur eine moderate Zunahme des Net Working Capitals. In Verbindung mit dem deutlich positiven operativen Ergebnis, zuzüglich noch vorhandener steuerlich nutzbarer Verlustvorträge, sollte dies eine deutliche Reduzierung der Nettoverschuldung zur Folge haben.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die Greiffenberger AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2014 und 2015 in Phase 1, erfolgt von 2016 bis 2021 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei haben wir unter konservativen Gesichtspunkten Steigerungen beim Umsatz von 3,0 % angenommen.

Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 10,5 % unterstellt. Sollte die ABM mittelfristig eine EBIT-Marge von 8 % erreichen, wäre unsere Annahme an dieser Stelle zu niedrig. Wir haben hier unter konservativen Gesichtspunkten einen Abschlag hinsichtlich der EBIT-Marge vorgenommen. Bei einer Realisierung dieser Zielsetzungen ergäbe sich ein nicht unerhebliches zusätzliches Kurspotential im Rahmen unseres DCF-Modells.

Die Steuerquote haben wir mit 26,0 % 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 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 Annahmen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten in Höhe von 10,1 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jährigen 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 einem Kursziel in Höhe 9,80 €. Im Rahmen des DCF-Modells haben wir zudem den Verwässerungseffekt aus der jüngsten Kapitalerhöhung berücksichtigt.

Wir haben das bisherige Kursziel 9,30 € leicht angehoben. Ausgehend vom aktuell niedrigen Kursniveau ergibt sich somit ein deutliches Kurspotential von rund 60 % für die Aktie der Greiffenberger AG. Die Aktie ist nach unserer Ansicht klar unterbewertet und spiegelt nicht die guten Geschäftsperspektiven der Gesellschaft wider.

DCF-MODELL

Greiffenberger - 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	10,9%	effektive Steuerquote im Endwert	29,0%
Working Capital zu Umsatz	18,9%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final End- wert
	GJ 14e	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	163,00	171,00	176,13	181,41	186,86	192,46	198,24	204,18	
US Veränderung	5,0%	4,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,64	2,78	2,86	2,95	3,04	3,13	3,22	3,32	
EBITDA	15,17	17,01	18,49	19,05	19,62	20,21	20,81	21,44	
EBITDA-Marge	9,3%	9,9%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	
EBITA	8,17	10,01	11,80	12,35	12,92	13,51	14,12	14,74	
EBITA-Marge	5,0%	5,9%	6,7%	6,8%	6,9%	7,0%	7,1%	7,2%	7,2%
Steuern auf EBITA	-2,13	-2,60	-3,42	-3,58	-3,75	-3,92	-4,09	-4,28	
zu EBITA	26,0%	26,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
EBI (NOPLAT)	6,05	7,41	8,38	8,77	9,18	9,59	10,02	10,47	
Kapitalrendite	6,5%	7,9%	8,9%	9,3%	9,6%	9,9%	10,2%	10,6%	10,6%
Working Capital (WC)	32,00	32,30	33,27	34,27	35,30	36,36	37,45	38,57	
WC zu Umsatz	19,6%	18,9%	18,9%	18,9%	18,9%	18,9%	18,9%	18,9%	
Investitionen in WC	-0,48	-0,30	-0,97	-1,00	-1,03	-1,06	-1,09	-1,12	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	61,70	61,50	61,50	61,50	61,50	61,50	61,50	61,52	
AFA auf OAV	-7,00	-7,00	-6,70	-6,70	-6,70	-6,70	-6,70	-6,70	
AFA zu OAV	11,3%	11,4%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	
Investitionen in OAV	-6,94	-6,80	-6,70	-6,70	-6,70	-6,70	-6,70	-6,72	
Investiertes Kapital	93,70	93,80	94,77	95,77	96,80	97,86	98,95	100,09	
EBITDA	15,17	17,01	18,49	19,05	19,62	20,21	20,81	21,44	
Steuern auf EBITA	-2,13	-2,60	-3,42	-3,58	-3,75	-3,92	-4,09	-4,28	
Investitionen gesamt	-7,43	-7,10	-7,67	-7,70	-7,73	-7,76	-7,79	-7,84	
Investitionen in OAV	-6,94	-6,80	-6,70	-6,70	-6,70	-6,70	-6,70	-6,72	
Investitionen in WC	-0,48	-0,30	-0,97	-1,00	-1,03	-1,06	-1,09	-1,12	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	5,62	7,31	7,40	7,77	8,15	8,53	8,93	9,32	120,87

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	105,94	108,33
Barwert expliziter FCFs	40,47	36,86
Barwert des Continuing Value	65,48	71,47
Nettoschulden (Net debt)	53,77	49,96
Wert des Eigenkapitals	52,18	58,37
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	52,18	58,37
Ausstehende Aktien in Mio.	5,32	5,32
Fairer Wert der Aktie in EUR	9,80	10,97

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,47
Eigenkapitalkosten	10,1%
Zielgewichtung	80,0%
Fremdkapitalkosten	7,5%
Zielgewichtung	20,0%
Taxshield	28,7%
WACC	9,2%

Kapitalrendite	WACC				
	8,6%	8,9%	9,2%	9,5%	9,8%
10,1%	10,65	9,83	9,09	8,41	7,79
10,4%	11,05	10,21	9,45	8,75	8,11
10,6%	11,46	10,59	9,80	9,08	8,42
10,9%	11,86	10,97	10,16	9,42	8,74
11,1%	12,26	11,35	10,51	9,75	9,06

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:

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)

§ 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), stellvertr. 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