



Researchstudie (Anno)



Das Geschäftsjahr 2014 war geprägt durch die Fokussierung auf die Erweiterung sowie Verbesserung des Produktportfolios – Nach einem rückläufigen Umsatz und Ergebnis wird 2015 wieder ein Wachstum erwartet

Kursziel: 7,10 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 20

Greiffenberger AG^{*5a,5b,11}

Rating: KAUFEN
Kursziel: 7,10 €

Aktueller Kurs: 4,15
29.4.2015 / ETR
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005897300
WKN: 589730
Börsenkürzel: GRF
Aktienanzahl³: 5,323
Marketcap³: 22,09
Enterprise Value³: 90,99
³in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 42,02 %

Transparenzlevel:
General Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
EQUINET BANK AG

Analysten:

Felix Gode, CFA
gode@gbc-ag.de

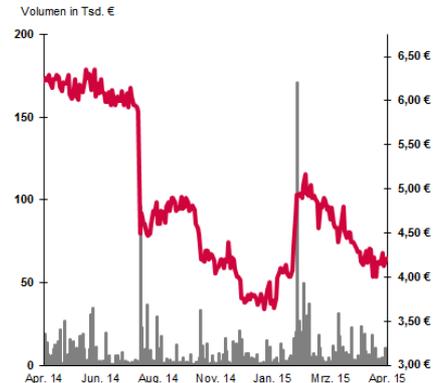
Dominik Gerbing
gerbing@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 21

Unternehmensprofil

Branche: Industrie
Fokus: Antriebstechnik, Sägeblätter/ Bandstahl, Kanalsanierungstechnologie

Mitarbeiter: 1.091
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, der 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	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015e	31.12.2016e
Umsatz	155,24	152,23	159,20	167,59
EBITDA	12,59	9,41	11,21	13,70
EBIT	6,03	2,41	4,16	6,90
Jahresüberschuss	1,30	-0,44	0,47	2,85

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,27	-0,09	0,09	0,54
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,59	0,60	0,57	0,54
EV/EBITDA	7,23	9,67	8,12	6,64
EV/EBIT	15,09	37,73	21,87	13,19
KGV	17,05	-50,21	47,00	7,75
KBV		0,67		

Finanztermine

11.05.2015: Veröffentlichung Q1-Bericht
20.05.2015: 19. MKK
25.06.2015: Hauptversammlung
24.08.2015: Veröffentlichung HJ-Bericht
09.11.2015: Veröffentlichung 9M-Bericht

****letzter Research von GBC:**

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
08.12.2014: RG / 7,10 / KAUFEN
27.08.2014: RS / 7,10 / KAUFEN
29.07.2014: RG / 9,80 / KAUFEN
30.04.2014: RS / 9,80 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Das abgelaufene Geschäftsjahr 2014 war für die Greiffenberger AG in allen Geschäftsbereichen gekennzeichnet von der Verbesserung und Optimierung der Produktionsprozesse und Abläufe. Darüber hinaus standen die Vertiefung der Wertschöpfung und die Steigerung der Produktqualität sowie die Weiterentwicklung des Produktportfolios und der damit verbundene Ausbau der Marktposition im Fokus.
- Die Inbetriebnahme des neuen Werkes in Lublin, Polen, innerhalb des Teilkonzerns ABM (Unternehmensbereich Antriebstechnik) konnte in 2014 erfolgreich abgeschlossen und die Produktion erfolgreich hochgefahren werden.
- Aufgrund eines schwachen zweiten und dritten Quartals sowie eines heterogenen Orderverhaltens der Kunden innerhalb des größten Geschäftsbereiches, der Antriebstechnik, verzeichnete der Konzern einen Umsatzrückgang um 1,9 % auf 152,23 Mio. € (VJ: 155,24 Mio. €).
- Gleichzeitig konnte sowohl im Bereich Metallbandsägeblätter & Präzisionsbandstahl (Eberle), als auch in der Kanalsanierungstechnologie (BKP) in 2014 ein Umsatzwachstum erzielt werden.
- Beim Ergebnis führten vor allem der Personalaufbau durch das neue Werk in Polen sowie ein auf Wachstum ausgerichtetes Mengengerüst zu einem Rückgang des EBIT von 6,03 Mio. € auf 2,41 Mio. €. In allen Segmenten wurde ein positives EBIT erzielt.
- Für das Geschäftsjahr 2015 ist aufgrund des erweiterten und verbesserten Produktportfolios, der intensivierten Vertriebsaktivitäten sowie zu erwartender Aufholeffekte wieder mit einem Wachstum zu rechnen. Unserer Einschätzung nach sollte sich das Umsatzwachstum in 2015 auf 4,6 % und die Umsatzerlöse auf 159,20 Mio. € belaufen. Das Wachstum wird dabei von allen Geschäftsbereichen getragen, wobei der Bereich Antriebstechnik den größten Teil dazu beitragen dürfte.
- Beim Ergebnis ist nach der intensiven Investitionstätigkeit der vergangenen Jahre mit einem deutlich geringeren CAPEX zu rechnen sowie aufgrund des eingeschwungenen Werkes in Lublin, der hierdurch vertieften Wertschöpfung und optimierter Prozesse mit einer deutlichen Ergebnisverbesserung zu rechnen. Auf Basis unserer Schätzungen gehen wir von einem EBIT in Höhe von 4,16 Mio. € und einer EBIT-Marge von 2,6 % aus.
- Sowohl beim Umsatz, als auch beim Ergebnis, ist unserer Einschätzung nach im Folgejahr 2016 mit einer weiteren Verbesserung der entsprechenden Kenngrößen zu rechnen.
- **Nach den vielfältigen Verbesserungs- und Erweiterungsmaßnahmen im Jahr 2014 sollte sich in 2015 eine Verbesserung der Umsatz- und vor allem der Ergebnissituation einstellen. Auf Basis unseren Schätzungen lassen wir unser bisheriges Kursziel für die Greiffenberger AG in Höhe von 7,10 € bestehen, was auf dem derzeitigen Kursniveau ein deutliches Aufwärtspotential bietet. Demnach vergeben wir für die Aktie der Greiffenberger AG weiterhin das Rating KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

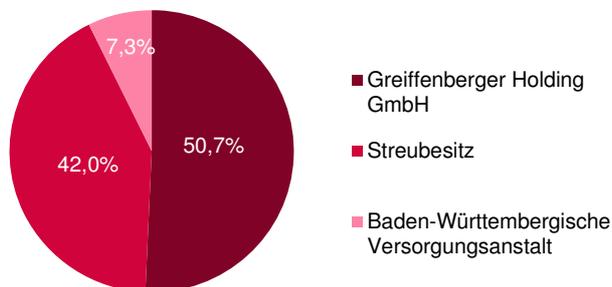
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Unternehmensstruktur	4
Wichtige Absatzmärkte	4
Markt und Marktumfeld	5
Marktentwicklung Maschinenbau	5
Markt für Antriebstechnik.....	6
Markt für Stahl- und Metallverarbeitung	6
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	7
Kennzahlen im Überblick	7
Geschäftsentwicklung 2014	8
Umsatzentwicklung	8
Ergebnisentwicklung	10
Bilanzielle und finanzielle Situation	12
SWOT-Analyse	14
Prognose und Modellannahmen	15
Umsatzprognosen	15
Ergebnisprognosen	16
Bewertung	18
Modellannahmen	18
Bestimmung der Kapitalkosten	18
Bewertungsergebnis	18
DCF-Modell.....	19
Anhang	20

UNTERNEHMEN

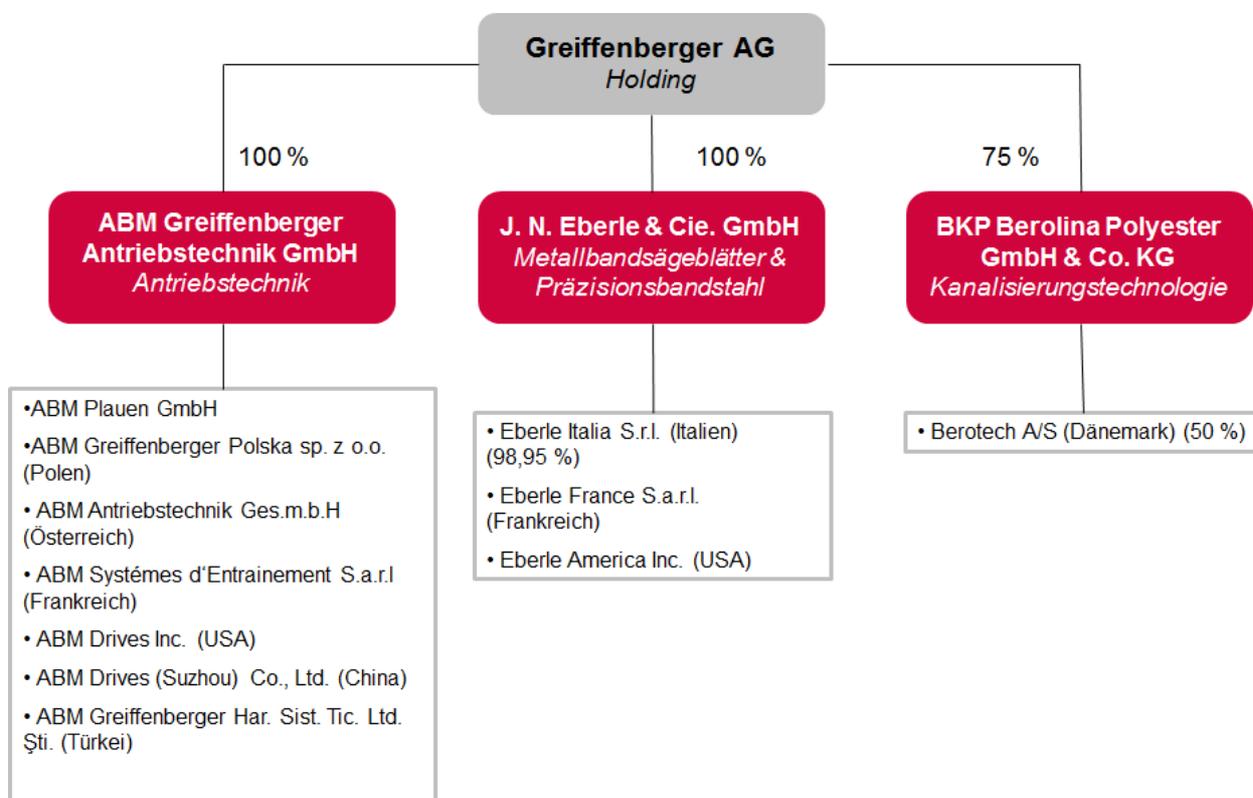
Aktionärsstruktur

Aktionär	Anteil
Greiffenberger Holding GmbH	50,70 %
Baden-Württembergische Versorgungsanstalt	7,28 %
Streubesitz	42,02 %

Quelle: Greiffenberger AG, GBC AG



Unternehmensstruktur



Wichtige Absatzmärkte

Antriebstechnik

- Antriebslösungen für Branchen wie:
- Hebetchnik
- Flurförderzeuge
- Intra- und Lagerlogistik
- Erneuerbare Energien
- Medizintechnik
- E-Mobilität
- Textilmaschinen

Metallbandsägeblätter & Präzisionsbandstahl

- Metallbandsägeblätter für die metallverarbeitende Industrie
- Präzisionsbandstahlprodukte für eine Vielzahl von Bereichen wie:
- Automobilindustrie (z.B. Stoßdämpfer und Kompressoren)
- Papier- und Druckindustrie (z.B. Streichmesser und Schaber)
- Textilmaschinenindustrie (z.B. Webeblätter)

Kanalisationstechnologie

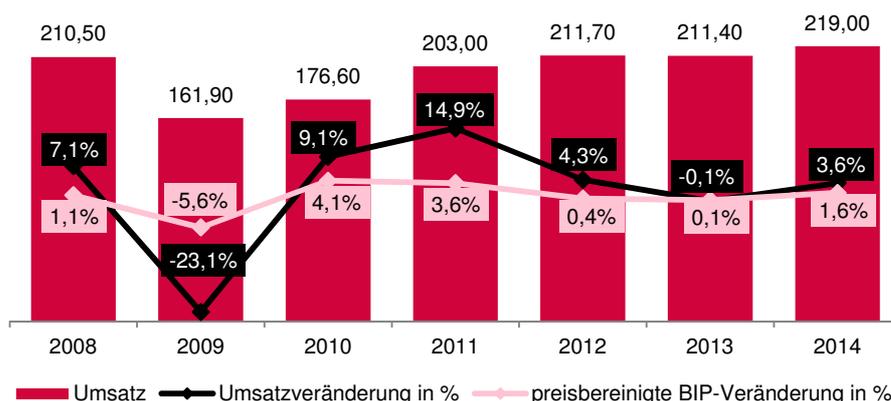
- Auf die grabenlose Kanal-sanierung spezialisierte Tiefbauunternehmen
- Ersteller großer Pipelines

MARKT UND MARKTUMFELD

Marktentwicklung Maschinenbau

Das abgelaufene Jahr 2014 war nach dem bereits enttäuschenden Jahr 2013 laut dem Verband Deutscher Maschinen- und Anlagenbau (VDMA) für die Branche ein ebenfalls herausforderndes Geschäftsjahr. Die zahlreichen Störfaktoren, wie beispielsweise die Krise und die politischen Unruhen in Osteuropa und die damit verbundenen Sanktionen waren Gründe für einen durchwachsenen Jahresverlauf. Gleichzeitig sorgten der negative Konjunkturausblick und die damit verbundene Leitzinssenkung durch die EZB auf einen historischen Tiefstwert für Verunsicherung. Nach mehrfach revidierten Prognosen lag die Wachstumserwartung des VDMA im Juli 2014 zuletzt bei 1,0 %. Letztendlich verzeichnete der deutsche Maschinenbau nach den vorläufigen Zahlen des Statistischen Bundesamtes in 2014 ein Wachstum der Produktionsleistung von nur 0,7 % und blieb damit hinter der preisbereinigten Entwicklung des deutschen Bruttoinlandsprodukts mit 1,6 % zurück. Beim Umsatz konnte der deutsche Maschinen- und Anlagenbau in 2014 jedoch eine Steigerung im Vergleich zu 2013 um 3,6 % (VJ: -0,1 %) erzielen und lag bei 219,00 Mrd. € (VJ: 211,40 Mrd. €).

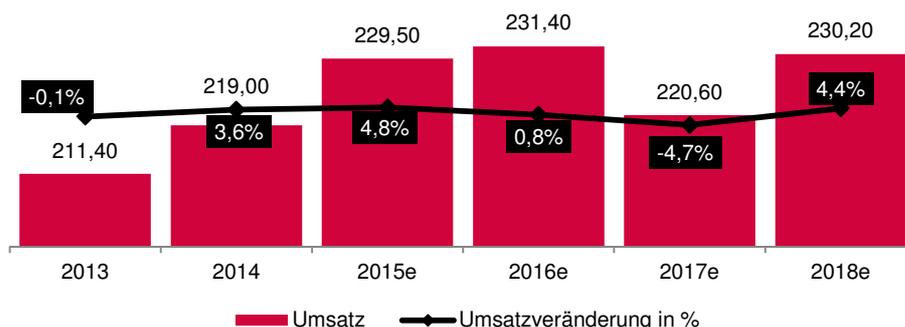
Umsatzentwicklung innerhalb des deutschen Maschinenbaus (in Mrd. € und %) sowie preisbereinigte Entwicklung des BIP (in %)



Quelle: Statistisches Bundesamt, GBC AG

Für das laufende Geschäftsjahr 2015 erwartet der Internationale Währungsfonds (IWF) sowie das Statistische Bundesamt und die Weltbank erneut ein Umsatzwachstum für den deutschen Maschinen- und Anlagenbau, welches bei rund 4,8 % liegen sollte. Im Anschluss an das laufende Jahr ist die Prognose jedoch etwas verhaltener. Während in 2016 ein leichtes Plus von 0,8 % erwartet wird, sieht die Prognose für 2017 einen Umsatzrückgang um 4,7 % vor. In 2018 wird dann ein Plus von 4,4 % erwartet.

Erwartete Umsatzentwicklung für den deutschen Maschinenbau (in Mrd. €)



Quelle: IWF, Statistisches Bundesamt, Weltbank, GBC AG

Laut des Branchenberichts „Maschinenbau“ der Commerzbank soll das Produktionswachstum nach der Stagnation in 2014 in 2015 rund 3,0 % betragen. Vor allem die hohe Nachfrage aus den Emerging Markets sowie aus den USA dürfte das Wachstum stützen. Die BRICS-Länder hingegen werden nicht mehr so stark wie in der Vergangenheit zum Wachstum beitragen können, weshalb hier in Zukunft nicht mehr mit zweistelligen Exportraten zu rechnen ist. Diese Entwicklung wird jedoch maßgeblich von der Nachfrage aus China und der zukünftigen strukturellen Veränderung der chinesischen Wirtschaft geprägt sein. Demnach werden die USA sowie Europa im Fokus der Exporteure stehen.

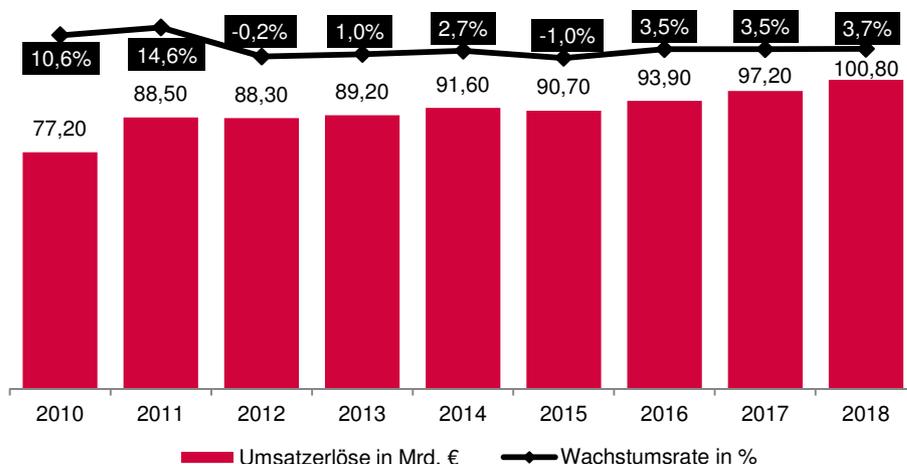
Markt für Antriebstechnik

Laut dem VDMA war der für die Greiffenberger AG wichtige Bereich der Antriebstechnik in 2014 erneut weltweit gefragt. Während in 2013 mit 15,10 Mrd. € (VJ: 16,00 Mrd. €) noch ein Rückgang um rund 5,6 % zu verzeichnen war, soll sich im Jahr 2014 der Umsatz des größten Branchensegments laut dem Branchenverband innerhalb des deutschen Maschinen- und Anlagenbaus auf 15,40 Mrd. € belaufen haben. Verglichen mit den 15,10 Mrd. € aus 2013 bedeutet dies ein Wachstum um rund zwei Prozent. Die positive Entwicklung sollte sich auch in 2015 weiter fortsetzen können. Laut VDMA war die Stimmung der Maschinen- und Anlagenbauer auf der Leitmesse „Motion, Drive & Automation“ in Hannover zu Beginn des Jahres 2015 durchweg positiv und zuversichtlich.

Markt für Stahl- und Metallverarbeitung

Im abgelaufenen Geschäftsjahr wuchs die Produktion im für die Tochtergesellschaft Eberle wichtigen Markt für Stahl- und Metallverarbeitung laut dem zugehörigen Wirtschaftsverband Stahl- und Metallverarbeitung e.V. (WSM) um 4,3 % und lag damit deutlich über der Wachstumsrate des Vorjahres mit 2,2 %. Dabei waren vor allem die Aufträge aus dem Ausland maßgeblich für das Umsatzwachstum (+2,8 %) und den erhöhten Auftragseingang (+5,1 %). Für 2015 geht der Branchenverband von einem Produktionswachstum um rund 3,0 % aus. Aufgrund der hohen Exportquote von Eberle dürfte die Gesellschaft in 2015 bei einem Wachstum der Branche überproportional profitieren können. Das Statistische Bundesamt, der IWF und die Weltbank gehen nach einem Wachstum um 2,7 % in 2014 für das laufende Jahr zwar von einer Stagnation, beziehungsweise von einem leichten Rückgang aus, gleichzeitig wird im Folgejahr 2016 jedoch mit einem deutlichen Wachstumsschub um rund 3,5 % gerechnet.

Umsatzentwicklung in der Erstellung von Metallerzeugnissen in Deutschland



Quelle: Statistisches Bundesamt, IWF, Weltbank, GBC AG

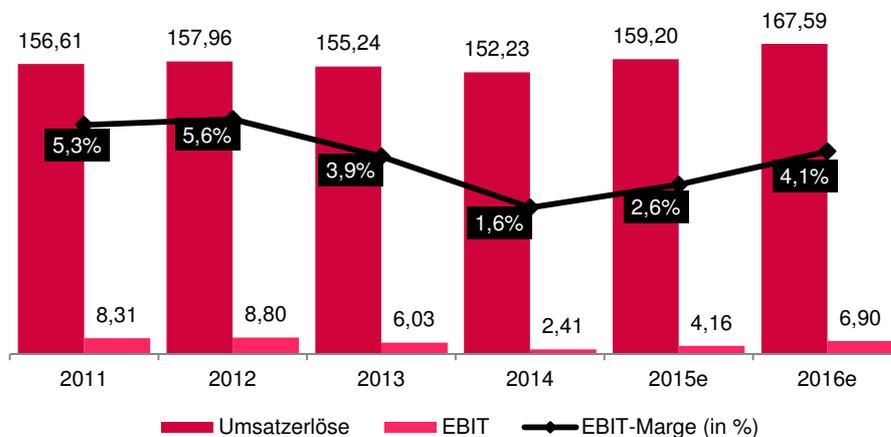
UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2013		GJ 2014		GJ 2015e		GJ 2016e	
Umsatzerlöse	155,24	100,0%	152,23	100,0%	159,20	100,0%	167,59	100,0%
Sonstige betriebliche Erträge	2,82	1,8%	3,54	2,3%	2,91	1,8%	3,14	1,9%
Bestandsveränderung	1,41	0,9%	2,78	1,8%	-2,00	-1,3%	0,00	0,0%
Aktivierete Eigenleistungen	1,04	0,7%	1,24	0,8%	0,90	0,6%	0,70	0,4%
Gesamtleistung	160,51	103,4%	159,78	105,0%	161,01	101,1%	171,43	102,3%
Materialaufwand	-74,39	-47,9%	-72,91	-47,9%	-72,50	-45,5%	-77,34	-46,1%
Personalaufwand	-52,84	-34,0%	-55,75	-36,6%	-57,00	-35,8%	-58,66	-35,0%
sonstige betriebliche Aufwendungen	-20,70	-13,3%	-21,71	-14,3%	-20,30	-12,8%	-21,73	-13,0%
EBITDA	12,59	8,1%	9,41	6,2%	11,21	7,0%	13,70	8,2%
Abschreibungen	-6,56	-4,2%	-6,99	-4,6%	-7,05	-4,4%	-6,80	-4,1%
EBIT	6,03	3,9%	2,41	1,6%	4,16	2,6%	6,90	4,1%
Finanzerträge	0,36	0,2%	0,25	0,2%	0,30	0,2%	0,35	0,2%
Finanzaufwendungen	-4,01	-2,6%	-4,18	-2,7%	-3,99	-2,5%	-3,90	-2,3%
EBT	2,38	1,5%	-1,52	-1,0%	0,47	0,3%	3,35	2,0%
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-1,08	-0,7%	1,08	0,7%	0,00	0,0%	-0,50	-0,3%
Sonstige Steuern	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Periodenergebnis	1,30	0,8%	-0,44	-0,3%	0,47	0,3%	2,85	1,7%
EBITDA	12,59		9,41		11,21		13,70	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>8,1 %</i>		<i>6,2 %</i>		<i>7,0 %</i>		<i>8,2 %</i>	
EBIT	6,03		2,41		4,16		6,90	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>3,9 %</i>		<i>1,6 %</i>		<i>2,6 %</i>		<i>4,1 %</i>	
Ergebnis je Aktie in €	0,27		-0,09		0,09		0,54	
Dividende je Aktie in €	0,00		0,00		0,00		0,00	
Ø Aktienzahl in Mio. Stück	4,84		5,16		5,32		5,32	

Quelle: GBC AG

Umsatz- und EBIT-Entwicklung (in Mio. €) sowie EBIT-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

Geschäftsentwicklung 2014

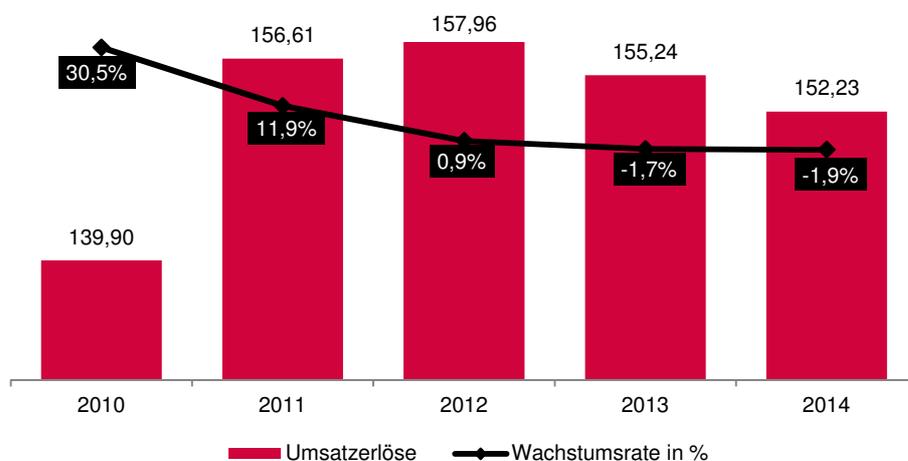
GuV (in Mio. €)	GJ 2013	Δ zum VJ	GJ 2014
Umsatzerlöse	155,24	-1,9 %	152,23
Rohhertrag	86,13	+0,9 %	86,87
Rohhertragsmarge*	55,5 %	+1,6 Pp.	57,1 %
EBITDA	12,59	-25,3 %	9,41
EBITDA-Marge*	8,1 %	-2,1 Pp.	6,2 %
EBIT	6,03	-60,0 %	2,41
EBIT-Marge*	3,9 %	-2,3 Pp.	1,6 %
Periodenergebnis	1,30	-	-0,44
EPS in €	0,27	-	-0,09

Quelle: Greiffenberger AG, GBC AG; *bezogen auf die Umsatzerlöse

Umsatzentwicklung

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2014 erzielte die Greiffenberger AG Umsatzerlöse in Höhe von 152,23 Mio. €. Damit lag die Gesellschaft zwar um 1,9 % unter dem Vorjahreswert von 155,24 Mio. €, jedoch innerhalb der im August angepassten Prognosespanne von 152,00 bis 157,00 Mio. €. Hauptverantwortlich für den Umsatzrückgang auf Gesamtjahres- und Konzernbasis war nach einem guten Start im ersten Quartal 2014 die konjunkturbedingt negative Entwicklung, insbesondere ab Juni, die sich auch im zweiten Halbjahr noch auswirkte.

Umsatzentwicklung (in Mio. €)



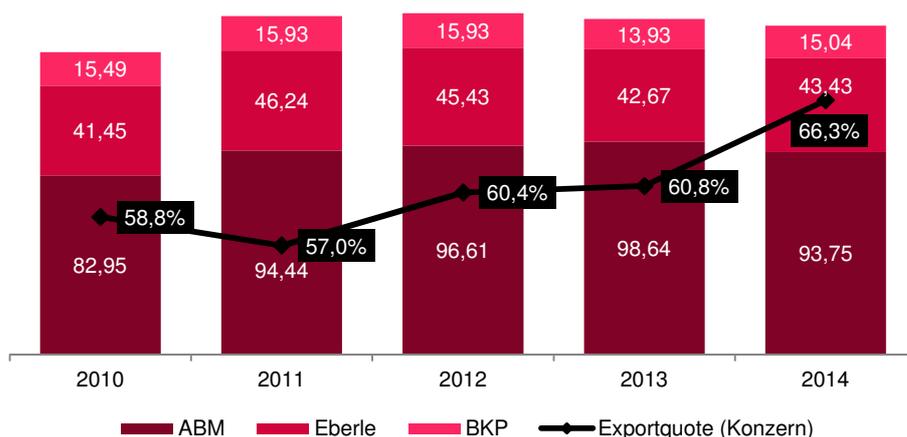
Quelle: Greiffenberger AG, GBC AG

Auf Basis der Segmentbetrachtung konnte in 2014 in zwei der drei Geschäftsbereiche der Greiffenberger AG ein Wachstum erzielt werden. Dabei verzeichnete das größte Segment, Antriebstechnik (ABM Greiffenberger Antriebstechnik GmbH), einen Umsatzrückgang um 5,0 % auf 93,75 Mio. € (VJ: 98,64 Mio. €) und war damit entsprechend für den rückläufigen Konzernumsatz verantwortlich. Grund für den Rückgang war zum einen ein heterogenes Orderverhalten der Kunden und zum anderen eine rückläufige Entwicklung im Bereich der erneuerbaren Energien sowie in Produktbereichen des allgemeinen Maschinenbaus. Während die Umsatzerlöse im heimischen Absatzmarkt zurückgingen, konnte der Auslandsumsatz und entsprechend die Exportquote erneut gesteigert werden. Die Umsatzerlöse außerhalb Deutschland stiegen von 49,54 Mio. € in 2013 auf 53,66 Mio. € in 2014, was somit einer Exportquote von 57,2 % entspricht (VJ: 50,2 %).

Im zweitgrößten Segment, Metallbandsägeblätter und Präzisionsbandstahl (Eberle & Cie. GmbH), mit einem Umsatzanteil von 28,5 %, konnte nach einem Umsatzrückgang in

den vergangenen beiden Jahren in 2014 erstmals wieder ein Wachstum erzielt und die Umsatzerlöse um 1,8 % auf 43,43 Mio. € gesteigert werden. Während sich die Auslandsumsätze mit 38,85 Mio. € in etwa auf Höhe des Vorjahresniveaus von 38,93 Mio. € beliefen, ging die Exportquote leicht von 91,2 % auf 89,4 % zurück. Gleichzeitig stiegen die Inlandsumsätze um rund 22,0 % auf 4,58 Mio. € (VJ: 3,75 Mio. €).

Umsatzentwicklung auf Segmentebene (in Mio. €) und Exportquote (in %)



Quelle: Greiffenberger AG, GBC AG

Im kleinsten Geschäftsbereich, der Kanalsanierungstechnologie (BKP Berolina Polyester GmbH & Co. KG), wurde in 2014 das höchste Umsatzwachstum seit dem Jahr 2009 erzielt. Mit 15,04 Mio. € lagen die Umsatzerlöse um 8,0 % über dem Vorjahresniveau und betragen somit 9,9 % des Konzernumsatzes. Zur positiven Entwicklung trugen hier die starke Geschäftsentwicklung im zweiten Halbjahr 2014 und das damit verbundene Umsatzwachstum im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 20,7 % bei.

Hier dürften sich zum einen die übliche Saisonalität mit einem jeweils stärkeren zweiten Halbjahr sowie die im Laufe des ersten Halbjahres 2014 in Betrieb genommene neue Produktionslinie und die damit verbundene Erweiterung des Produktportfolios um größere Durchmesser positiv ausgewirkt haben. Während die Umsatzerlöse in Deutschland auf 6,56 Mio. € (VJ: 7,94 Mio. €) zurückgingen, konnten die Auslandsumsätze deutlich von 5,99 Mio. € auf 8,48 Mio. € gesteigert werden. Damit ergab sich in 2014 eine Exportquote von 56,4 % (VJ: 43,0 %).

Durch die in den vergangenen Jahren kontinuierliche Steigerung der Umsatzerlöse außerhalb Deutschlands wurde die relative Abhängigkeit von der Entwicklung im Inland sukzessive reduziert. Auch 2014 erhöhte sich der Exportanteil weiter deutlich von 60,8 % auf 66,3 %.

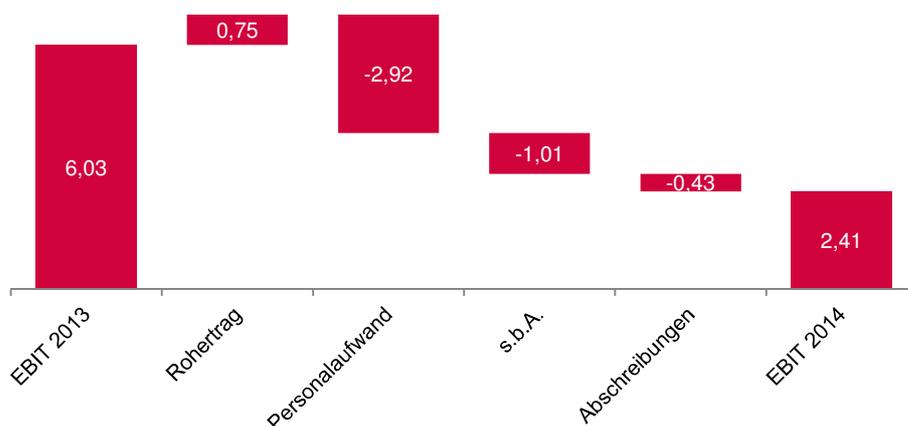
Ergebnisentwicklung

Bezogen auf das Ergebnis war das Geschäftsjahr 2014 über alle Bereiche hinweg geprägt von der Konzentration auf die Weiterentwicklung der Produkte sowie deren Qualitätssteigerung, der Optimierung der Produktionsprozesse und die damit verbundene Stärkung der Marktposition in den fokussierten Nischenmärkten. Darüber hinaus stand das erfolgreiche Hochfahren des neuen ABM-Produktionswerkes in Lublin, Polen und die damit verbundene Verbesserung der Supply Chain im Vordergrund.

Das Hochfahren der Produktion in Lublin erfolgte dabei laut Unternehmensangaben auf Gesamtjahressicht 2014 innerhalb des Teilkonzerns ABM ergebnisneutral. Im zweiten Halbjahr 2014 zeigten sich durch die vertiefte Wertschöpfung bereits erste positive Effekte bei der Rohertragsmarge, welche sich unserer Ansicht nach in 2015 und den Folgejahren weiter intensivieren dürften. Gleichzeitig wirkte sich jedoch der Umsatzeinbruch zur Mitte des Jahres negativ auf das Ergebnis aus, weshalb das EBIT in 2014 mit 2,41 Mio. € deutlich unter dem Vorjahreswert von 6,03 Mio. € lag.

Bei einem um 0,75 Mio. € auf 86,87 Mio. € gestiegenen Rohertrag (VJ: 86,13 Mio. €) erhöhte sich die Rohertragsmarge von 55,5 % in 2013 auf 57,1 % in 2014, was maßgeblich auf die erhöhte Wertschöpfung durch das neue Werk in Lublin, Polen, zurückzuführen ist. Negativ wirkte sich hingegen der Anstieg der Personalaufwendungen auf 55,75 Mio. € (VJ: 52,84 Mio. €) auf das Ergebnis aus. Dieser ist neben den in Deutschland durchgeführten Tarifierhöhungen unter anderem auf die auf 1.091 Mitarbeiter gestiegene Mitarbeiterzahl (VJ: 1001) zurückzuführen. Der Anstieg der Beschäftigten ist wiederum auf das neue Werk in Lublin, Polen, zurückzuführen. Hier waren zum Stichtag 134 Personen beschäftigt.

EBIT-Entwicklung (in Mio. €)



Quelle: Greiffenberger AG, GBC AG

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen erhöhten sich in 2014 um 1,01 Mio. € auf 21,71 Mio. €. Die Erhöhung dürfte hierbei insbesondere mit den zahlreichen Verbesserungsmaßnahmen in Verbindung stehen. Entsprechend belief sich das EBITDA auf 9,41 Mio. € (VJ: 12,59 Mio. €) und die EBITDA-Marge auf 6,2 % (VJ: 8,1 %). Nachdem in den vergangenen Jahren die Investitionen im Durchschnitt deutlich über den Abschreibungen lagen, erhöhte sich auch in 2014 der Abschreibungsbetrag von 6,56 Mio. € in 2013 auf 6,99 Mio. € in 2014.

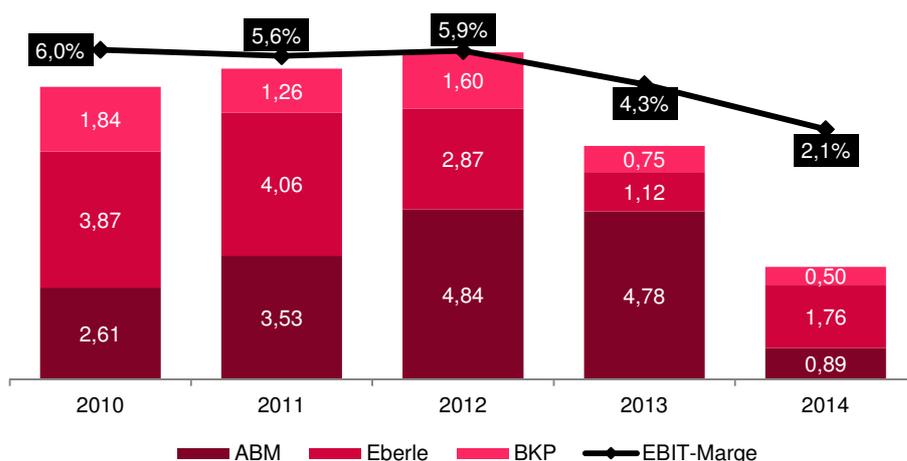
Nach den umfassenden Investitionen im Bereich der Antriebstechnik sowie in neue Produktionsanlagen bei der Eberle & Cie. GmbH und die vierte Produktionsanlage bei BKP

dürfte sich in den kommenden Jahren jedoch eine umgekehrte Entwicklung einstellen. Die Abschreibungen sollten in Zukunft über den Investitionen liegen, somit zukünftig sukzessive sinken und die Innenfinanzierungskraft erhöhen. Zum 31.12.2014 betrug das EBIT entsprechend 2,41 Mio. € (VJ: 6,03 Mio. €).

Auf Konzernebene fiel das Finanzergebnis in 2014 mit -3,94 Mio. € leicht geringer aus, als noch im Vorjahr mit -3,65 Mio. €. Positiv hingegen wirkten sich die Steuererleichterung für das neue Werk in Lublin, Polen, sowie ein Steuerertrag aus der Aktivierung aktiver latenter Steuern in Höhe von 1,63 Mio. € aus. Entsprechend ergab sich ein Konzernjahresfehlbetrag in Höhe von -0,44 Mio. €, nach 1,30 Mio. € im Vorjahr.

Wird die Ergebnisentwicklung auf Segmentebene betrachtet, so ist der Rückgang auf Konzernebene vor allem auf den EBIT-Rückgang im Bereich Antriebstechnik (ABM) zurückzuführen. Verantwortlich für die deutlich rückläufige Entwicklung war die verringerte Umsatzbasis bei gleichzeitig erhöhten Personalaufwendungen im Rahmen des neuen Produktionswerkes in Polen. Außerdem wurde seitens der Unternehmensführung mit einem Umsatzwachstum für 2014 gerechnet und die notwendigen Kapazitäten entsprechend vorgehalten, was zu einer zusätzlichen Belastung führte.

EBIT-Entwicklung auf Segmentbasis (in Mio. €) und EBIT-Marge gesamt (in %) ohne Holdingkosten



Quelle: Greiffenberger AG, GBC AG

Im zweitgrößten Unternehmensbereich, dem Teilkonzern Eberle, wurde trotz des erfolgreichen Abschlusses der mehrjährigen Investitionen in die Produktionsverfahren und die Produktqualität sowie eine künftige Erweiterung der Produktpalette in 2014 eine EBIT-Steigerung um 57 % erzielt. Absolut betrachtet, stieg das operative Ergebnis somit von 1,12 Mio. € auf 1,76 Mio. €. Die EBIT-Marge verbesserte sich entsprechend von 2,6 % aus dem Vorjahr auf 4,0 % in 2014.

Im kleinsten Bereich, der BKP, führten vor allem das Hochfahren der vierten Produktionsanlage und die damit verbundenen Kosten im ersten Halbjahr 2014 zu einem negativen EBIT von -0,50 Mio. € (VJ: 0,00 Mio. €). Dieses konnte jedoch durch die starke Entwicklung im zweiten Halbjahr (1,00 Mio. €) vollständig kompensiert werden, womit sich am Ende des Geschäftsjahres ein EBIT von 0,50 Mio. € (VJ: 0,75 Mio. €) ergab. Die starke Umsatz- und Ergebnissteigerung im zweiten Halbjahr lässt nach den durchgeführten Erweiterungsinvestitionen auch eine positive Entwicklung in den kommenden Jahren erwarten.

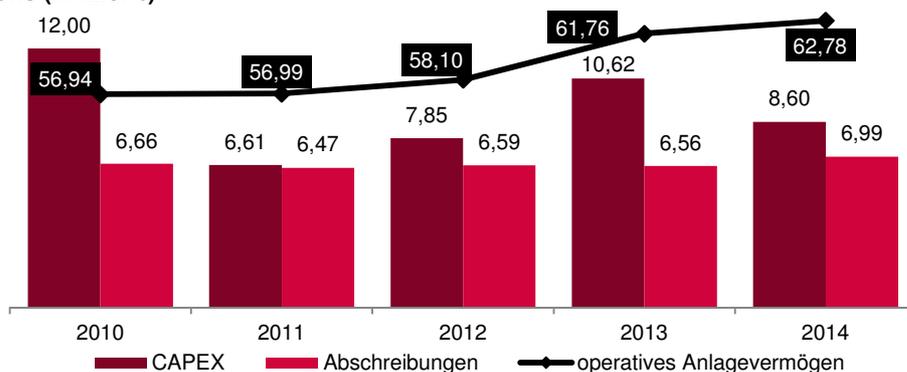
Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014
Eigenkapital	31,25	32,28	32,76
EK-Quote (in %)	25,3 %	24,9 %	24,0 %
Zinstragende Verbindlichkeiten*	68,11	69,48	76,91
Liquide Mittel	2,96	6,64	8,01
Nettoverschuldung	65,16	62,84	68,90
Working Capital	36,30	31,52	34,87

Quelle: Greiffenberger AG, GBC AG; *beinhalten Pensionsrückstellungen und Finance Lease

Trotz des Jahresfehlbetrages in Höhe von -0,44 Mio. € und einen durch das niedrige Zinsniveau bedingten Bewertungseffekt bei den Pensionsrückstellungen in Höhe von netto -1,59 Mio. €, hat sich das Eigenkapital der Greiffenberger AG im abgelaufenen Geschäftsjahr 2014 durch die im April 2014 durchgeführte Kapitalerhöhung auf 32,76 Mio. € erhöht. Aufgrund der nun in 2014 erfolgreich abgeschlossenen Investitionen und der damit einhergehenden Bilanzverlängerung, verringerte sich die Eigenkapitalquote leicht auf 24,0 %. Die Erhöhung der Bilanzsumme ist dabei auf das erhöhte operative Anlagevermögen, erhöhte latente Steuern und erhöhte Bankguthaben zurückzuführen.

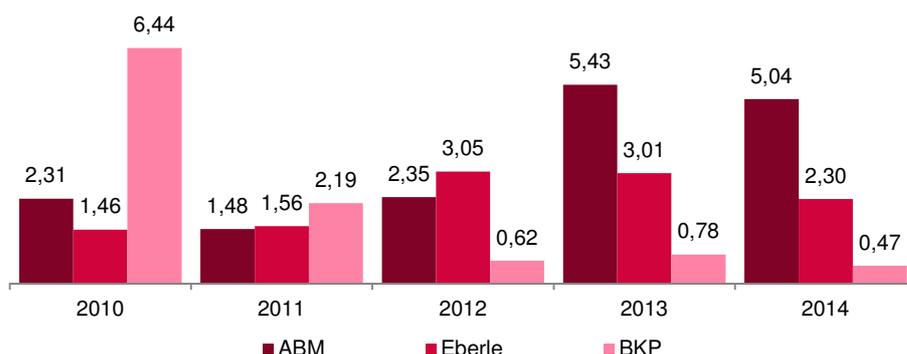
Entwicklung des CAPEX, der Abschreibungen und des operativen Anlagevermögens (in Mio. €)



Quelle: Greiffenberger AG, GBC AG

Durch die Investitionen in das neue Werk in Lublin, Polen sowie in die Erweiterung der Produktionsanlagen lag der CAPEX in den vergangenen Jahren deutlich über den Abschreibungen, was entsprechend zu einer Erhöhung des operativen Anlagevermögens führte. Diese Investitionen wurden in 2014 erfolgreich abgeschlossen, weshalb in den kommenden Jahren ein deutlich niedrigerer CAPEX zu erwarten sein dürfte. Betrachtet man die Investitionshöhe auf Segmentebene, so wird die in den vergangenen beiden Jahren durchgeführte Fokussierung der Investitionen auf das größte Segment, die ABM Greiffenberger und das neue Werk in Lublin, Polen, nochmals verdeutlicht.

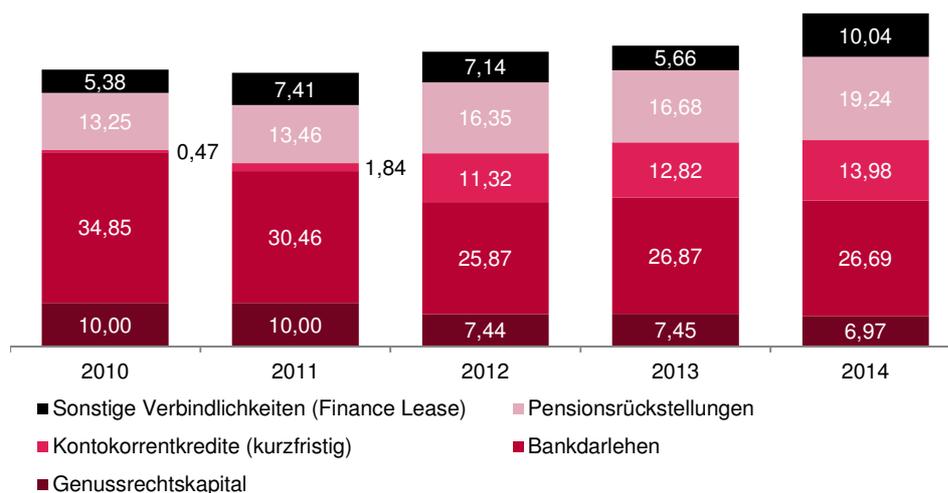
Jährliche Sachinvestitionen auf Segmentebene (in Mio. €)



Quelle: Greiffenberger AG, GBC AG

Des Weiteren stiegen im abgelaufenen Geschäftsjahr 2014 die Pensionsrückstellungen aufgrund der Anpassung des Diskontierungsfaktors von 3,4 % auf 2,1 % auf 19,24 Mio. € und waren somit maßgeblich für den Anstieg der zinstragenden Verbindlichkeiten verantwortlich. Auch bei den Leasingverbindlichkeiten war ein Anstieg zu verzeichnen. Hingegen stiegen aber auch die liquiden Mittel zum Bilanzstichtag 31.12.2014 um 1,37 Mio. € auf 8,01 Mio. €.

Zusammensetzung der zinstragenden Verbindlichkeiten (in Mio. €)

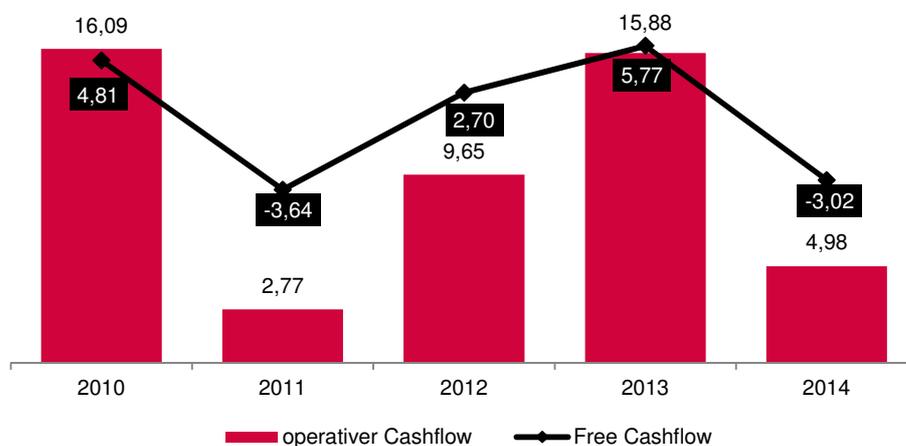


Quelle: Greiffenberger AG, GBC AG

Da sich in den kommenden Jahren die Investitionen deutlich reduzieren dürften, sollten bei einer erwarteten guten operativen Entwicklung ausreichend freie Mittel zur Reduktion der Finanzverbindlichkeiten verfügbar sowie eine damit einhergehende zunehmende Eigenkapitalquote realisierbar sein.

Dafür spricht auch die Cashflow-Stärke der Greiffenberger AG. In den vergangenen Jahren hat die Gesellschaft kontinuierlich positive operative Cashflows erwirtschaftet sowie trotz der hohen Investitionstätigkeit auch überwiegend positive Free-Cashflows. Im Durchschnitt über die letzten sechs Jahre lag der operative Cashflow bei knapp 10,00 Mio. € pro Jahr.

Entwicklung des operativen Cashflows und des Free-Cashflows (in Mio. €)



Quelle: Greiffenberger AG, GBC AG

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Geringe Abhängigkeit von regionalen Absatzmärkten durch eine breite Diversifikation der Absatzländer • Gefestigte Marktposition in margenstarken Nischenmärkten mit kapitalintensiven und technologischen Eintrittsbarrieren • Hoher Technologisierungsgrad durch die vergangenen Investitionen • Fokussierung auf Qualitätsverbesserungen der Produkte, z.B. mit dem neuen Werk der ABM in Lublin, sichert Marktposition und Wettbewerbsstellung • Breit diversifizierter, langjähriger Kundestamm 	<ul style="list-style-type: none"> • Relativ hohe Nettoverschuldung • Hohe Investitionstätigkeit der vergangenen Jahre hatte bisher keine signifikante Umsatzsteigerung zur Folge • Erhöhtes Working Capital bei gleichzeitigem Umsatzrückgang in 2014 • Vergleichsweise niedrige Eigenkapitalquote von 24,0 %
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Bei einer Belebung der Inlandsnachfrage dürfte die Greiffenberger AG aufgrund ihres technologischen Know-How überproportional profitieren und entsprechende Aufträge aufgrund der bestehenden Kapazitäten vollständig abdecken können • Nach dem Abschluss des Investitionsprogrammes in das neue Werk in Lublin, Polen sowie in neue Produktionsanlagen in 2014, dürften in Zukunft aufgrund der vertieften Wertschöpfung sowie eintretender Skaleneffekte höhere Ergebnisse und Ergebnismargen erzielt werden • Vor allem im Bereich der Antriebstechnik birgt die Erschließung neuer Branchen und Kunden, wie beispielsweise in der Lagerlogistik, in Zukunft zusätzliches Umsatzpotential • Die Adressierung der Zukunftsthemen Umwelttechnologie und Energieeffizienz, z.B. in der Elektromobilität und den erneuerbaren Energien, bietet zukünftige Wachstumschancen 	<ul style="list-style-type: none"> • Eine plötzliche Eintrübung der Weltwirtschaft hätte aufgrund der internationalen Ausrichtung der Greiffenberger AG eine merkliche Umsatzreduktion zur Folge • Zukünftige Tarifierhöhungen und Preissteigerungen bei wichtigen Rohstoffen würden das Ergebnis zusätzlich belasten und eine Margenverbesserung erschweren • Gesetzliche Änderungen im Bereich der erneuerbaren Energien und Umwelttechnik könnten Umsatzrückgänge zur Folge haben

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2014	GJ 2015e	GJ 2016e
Umsatzerlöse	152,23	159,20	167,59
EBITDA	9,41	11,21	13,70
EBITDA-Marge*	6,2 %	7,0 %	8,2 %
EBIT	2,41	4,16	6,90
EBIT-Marge*	1,6 %	2,6 %	4,1 %
Periodenergebnis	-0,44	0,47	2,85
EPS in €	-0,09	0,09	0,54

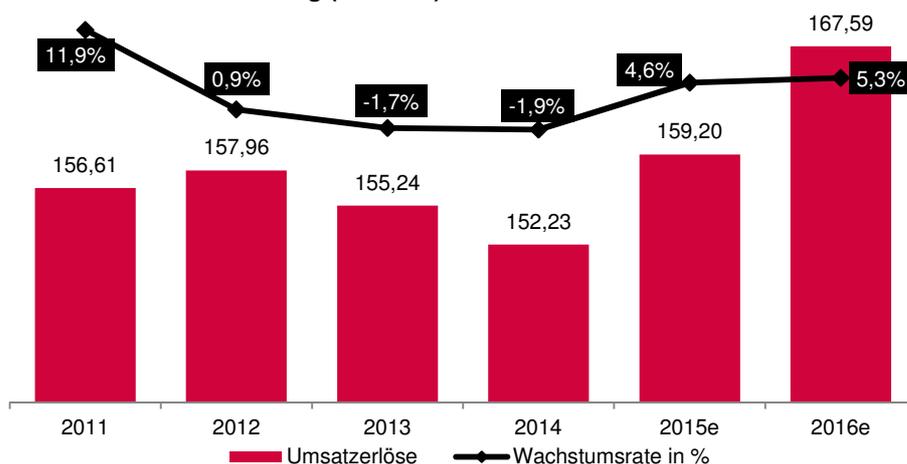
Quelle: GBC AG; *bezogen auf die Umsatzerlöse

Umsatzprognosen

Nachdem das Geschäftsjahr 2014 umsatzseitig, vor allem in Bezug auf den größten Teilkonzern ABM, unbefriedigend verlief, dürfte unserer Einschätzung nach in 2015 über alle Konzernbereiche hinweg wieder ein Wachstum erzielt werden. Dabei hat das Unternehmen bereits angekündigt, dass das Q1 2015 zunächst noch schwächer ausfallen könnte, insbesondere auch auf Grund der guten Vorlage des Vorjahres. Vor allem in den nachfolgenden Quartalen ist entsprechend mit einer Belebung zu rechnen. Die Grundlage hierfür wurde durch die Weiterentwicklung des Produktportfolios, die Investitionen in neue Produktionsanlagen sowie die damit verbundene und gezielt durchgeführte Steigerung der Produktqualität und die hierdurch gestärkte Marktposition des gesamten Konzerns gelegt.

Gleichzeitig wurden die Vertriebsanstrengungen in 2014 intensiviert und neue Absatzmöglichkeiten erschlossen. Des Weiteren sehen die derzeitigen Prognosen des Internationalen Währungsfonds (IWF) sowie der relevanten Wirtschaftsverbände für die globale Wirtschaft und die für die Greiffenberger AG wichtigsten Absatzmärkte in 2015 und 2016 ein Wachstum vor.

Erwartete Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: Greiffenberger AG, GBC AG

Während in 2014 bei der ABM Greiffenberger die Zielmärkte für Hebetchnik und Kranntechnik sowie Flurförderzeuge zulegen konnten, musste im Bereich der erneuerbaren Energien aufgrund der Verunsicherung der Kunden hinsichtlich der Änderung des Erneuerbare Energien Gesetz (EEG) zum 01.08.2014 sowie des deutlich zurückgegangenen Ölpreises ein Rückgang hingenommen werden. Nachdem das EEG nun in seiner überarbeiteten Form in Kraft ist und sich der Ölpreis seit Jahresbeginn wieder stabilisiert und leicht erholt hat, sollte in diesem Absatzmarkt wieder ein Wachstum erzielt werden. Auch das Deutsche Pelletinstitut prognostiziert für den für ABM wichtigen Markt für Pel-

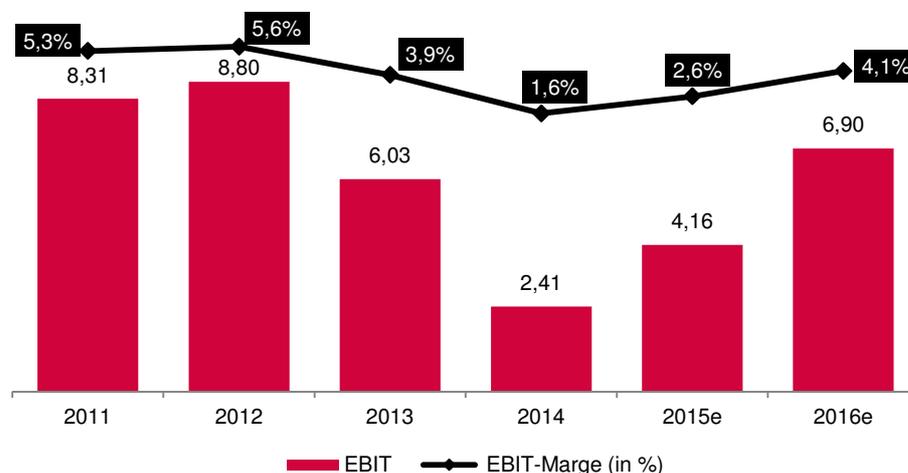
letheizungen in 2015 ein Wachstum um rund 10,0 % (ohne Pelletkaminöfen). Darüber hinaus sollten sich die intensivierten Vertriebsanstrengungen auszahlen und entsprechende Neugeschäfte z.B. im Bereich der Lagerlogistik gewonnen werden können.

In den beiden kleineren Segmenten Eberle sowie BKP, dürfte nach der positiven Entwicklung in 2014 durch die Investitionen in die Produktionsanlagen sowie das damit erweiterte Produktportfolio und die erreichte Qualitätssteigerung auch in 2015 mit einem entsprechenden Umsatzwachstum zu rechnen sein. Bei BKP kann insbesondere durch die neue Produktionsanlage und die damit verbundene Fertigung von größeren Durchmesser im Bereich der Schlauchliner mit Umsatzimpulsen gerechnet werden. Im Bereich der Metallbandsägeblätter und des Präzisionsbandstahls bei Eberle sollten unter anderem die gesteigerte Produktqualität, der Ausbau kundenspezifischer Produkte, weitere Produktinnovationen und die fortgesetzte Fokussierung der Neukundengewinnung für Wachstum sorgen. Auch dürfte sich die laut der CAR Uni Duisburg-Essen erwartete PKW-Absatzsteigerung in 2015 um rund 3,0 % positiv bemerkbar machen.

Ergebnisprognosen

Während das Geschäftsjahr 2014 insbesondere von negativen Ergebnisbeeinträchtigungen aufgrund des deutlichen Umsatzrückgangs zur Jahresmitte sowie den zahlreichen Verbesserungs- und Optimierungsmaßnahmen gekennzeichnet war, gehen wir für das laufende Geschäftsjahr 2015 und das kommende Jahr 2016 von einer deutlichen Margenverbesserung aus. Diese sollten neben erwarteten Umsatzeffekten zum einen aus den verbesserten und optimierten Abläufen in allen Unternehmensbereichen und bei ABM aus positiven Kostenbeiträgen des neuen Werks in Lublin resultieren.

EBIT-Entwicklung (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

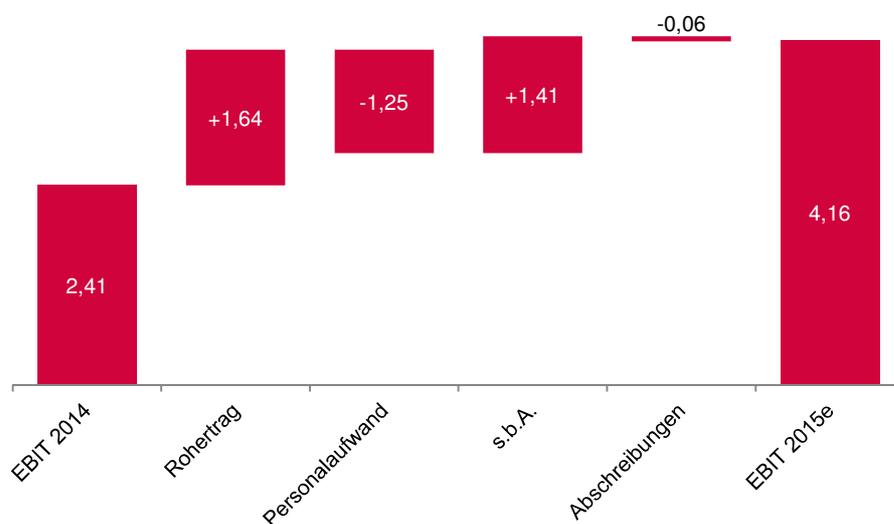
Bei der von uns angenommenen Umsatzsteigerung in 2015 um 4,6 % und einer deutlich von 47,9 % auf 45,5 % gesunkenen Materialkostenquote ergibt sich ein Rohertrag in Höhe von 88,51 Mio. € (VJ: 86,87 Mio. €). Die reduzierte Kostenquote ergibt sich vor allem durch den Umstand, dass im neuen ABM-Werk in Lublin bisher bezogene Leistungen nun selbst erbracht werden.

Gleichzeitig ist nach dem Personalaufbau im vergangenen Jahr mit einer gleichbleibenden Anzahl an Beschäftigten und nur mit einer geringen Steigerung der Personalaufwendungen zu rechnen. Des Weiteren rechnen wir durch die durchgeführten Optimie-

rungen und dem Wegfall von Aufwendungen für die durchgeführten Verbesserungsmaßnahmen mit einem leichten Rückgang der sonstigen betrieblichen Aufwendungen.

Die Abschreibungen werden sich nach den hohen Investitionen in 2015 weiterhin auf einem höheren Niveau als in zurückliegenden Jahren halten. Gleichzeitig ist unserer Einschätzung nach für das laufende Geschäftsjahr mit deutlich geringeren Investitionen und einem CAPEX von rund 6,0 Mio. € zu rechnen. Demnach dürften die Abschreibungen ab 2016 etwas zurückgehen, was sich zusätzlich positiv auf die EBIT-Entwicklung und die dazugehörige Marge auswirken wird. Auf langfristiger Basis hat das Ziel einer konzernweiten EBIT-Marge von 8,0 % auch weiterhin Bestand und bietet entsprechendes Potential nach oben.

Erwartete EBIT-Veränderung zwischen 2014 und 2015e (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Beim Finanzergebnis sollte sich aufgrund der gestiegenen Innenfinanzierungskraft sowie der verbesserten Ergebnissituation bei gleichzeitig deutlich reduzierten Investitionen ebenfalls eine positive Entwicklung in 2015 ergeben. Darüber hinaus wird bis zum Jahr 2017 das höher verzinsten Genussrechtskapital sukzessive um 1,0 Mio. € pro Jahr zurückgeführt und dann im Anschluss am 15.03.2017 vollständig zurückbezahlt werden. Entsprechend sollte auch nach dem Jahr 2015 mit einem verbesserten Finanzergebnis zu rechnen sein.

Beim Jahresüberschuss dürfte sich auf Basis der von uns unterstellten Entwicklung der Ergebnisse sowie aufgrund des Tax-Holiday in Lublin, Polen und der bestehenden Verlustvorträge in Höhe von 5,0 Mio. € in den kommenden Jahren eine deutlich reduzierte Steuerbelastung ergeben. Für 2015 gehen wir daher von einem Jahresüberschuss in Höhe von 0,47 Mio. € aus.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die Greiffenberger AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2015 und 2016 in Phase 1, erfolgt von 2017 bis 2022 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei haben wir Steigerungen beim Umsatz um 3,0 % angenommen. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 8,8 % unterstellt. Die Steuerquote haben wir aufgrund der bestehenden Verlustvorträge sowie der Steuererleichterung (Tax Holiday) in Lublin, Polen, mit zunächst 10,0 % berücksichtigt, welche mit steigenden operativen Ergebnissen sukzessive ansteigt. 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.

Hinweis: Seit dem 28.01.2015 verwenden wir nicht mehr den Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen für die Bestimmung des risikolosen Zinssatzes sondern eine neue Methodik.

Der risikolose Zinssatz wird fortan gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,00 %.**

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 1,67.

Unter Verwendung der getroffenen Annahmen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten in Höhe von 10,2 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 35 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,2 %.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,2 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2016 entspricht einem Kursziel in Höhe 7,10 €, womit wir das bisherige Kursziel beibehalten. Ausgehend vom aktuell niedrigen Kursniveau ergibt sich somit ein deutliches Kurspotential von rund 65 % für die Aktie der Greiffenberger AG. Demnach vergeben wir für die Aktie der Greiffenberger AG erneut das **Rating KAUFEN**.

DCF-MODELL

Greiffenberger AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Wertetreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	8,8%	ewige EBITA - Marge	5,4%
AFA zu operativen Anlagevermögen	11,0%	effektive Steuerquote im Endwert	29,0%
Working Capital zu Umsatz	21,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final	
	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e		Endwert
in Mio. EUR										
Umsatz (US)	159,20	167,59	172,61	177,78	183,10	188,59	194,24	200,05		
<i>US Veränderung</i>	4,6%	5,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%		2,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	2,58	2,73	2,82	2,92	3,01	3,11	3,22	3,32		
EBITDA	11,21	13,70	15,10	15,56	16,02	16,50	17,00	17,50		
<i>EBITDA-Marge</i>	7,0%	8,2%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%		
EBITA	4,16	6,90	8,35	8,83	9,32	9,82	10,33	10,86		
<i>EBITA-Marge</i>	2,6%	4,1%	4,8%	5,0%	5,1%	5,2%	5,3%	5,4%		5,4%
Steuern auf EBITA	0,00	-1,04	-1,25	-1,77	-2,33	-2,85	-3,00	-3,15		
<i>zu EBITA</i>	0,0%	15,0%	15,0%	20,0%	25,0%	29,0%	29,0%	29,0%		29,0%
EBI (NOPLAT)	4,16	5,87	7,09	7,06	6,99	6,97	7,34	7,71		
Kapitalrendite	4,3%	6,2%	7,3%	7,2%	7,1%	7,0%	7,3%	7,6%		7,7%
Working Capital (WC)	33,43	35,19	36,25	37,33	38,45	39,60	40,79	42,01		
<i>WC zu Umsatz</i>	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%		
<i>Investitionen in WC</i>	1,44	-1,76	-1,05	-1,09	-1,12	-1,15	-1,19	-1,22		
Operatives Anlagevermögen (OAV)	61,73	61,43	61,18	60,95	60,74	60,56	60,40	60,26		
<i>AFA auf OAV</i>	-7,05	-6,80	-6,76	-6,73	-6,70	-6,68	-6,66	-6,64		
<i>AFA zu OAV</i>	11,4%	11,1%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%		
<i>Investitionen in OAV</i>	-6,00	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50		
Investiertes Kapital	95,17	96,63	97,42	98,28	99,19	100,16	101,19	102,27		
EBITDA	11,21	13,70	15,10	15,56	16,02	16,50	17,00	17,50		
Steuern auf EBITA	0,00	-1,04	-1,25	-1,77	-2,33	-2,85	-3,00	-3,15		
Investitionen gesamt	-4,56	-8,26	-7,55	-7,59	-7,62	-7,65	-7,69	-7,72		
<i>Investitionen in OAV</i>	-6,00	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50		
<i>Investitionen in WC</i>	1,44	-1,76	-1,05	-1,09	-1,12	-1,15	-1,19	-1,22		
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		
Freie Cashflows	6,65	4,40	6,30	6,20	6,07	6,00	6,31	6,63		112,27
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	100,80	103,64								
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	31,72	29,59								
<i>Barwert des Continuing Value</i>	69,08	74,04								
Nettoschulden (Net debt)	65,95	65,09								
Wert des Eigenkapitals	34,85	38,55								
Fremde Gewinnanteile	-0,68	-0,75								
Wert des Aktienkapitals	34,18	37,80								
Ausstehende Aktien in Mio.	5,32	5,32								
Fairer Wert der Aktie in EUR	6,42	7,10								

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,67
Eigenkapitalkosten	10,2%
<i>Zielgewichtung</i>	35,0%
Fremdkapitalkosten	7,0%
<i>Zielgewichtung</i>	65,0%
Taxshield	20,5%
WACC	7,2%

Kapitalrendite	WACC				
	6,6%	6,9%	7,2%	7,5%	7,8%
7,2%	8,03	6,89	5,88	4,98	4,19
7,4%	8,74	7,55	6,49	5,55	4,72
7,7%	9,46	8,20	7,10	6,12	5,25
7,9%	10,17	8,86	7,71	6,69	5,78
8,2%	10,89	9,52	8,32	7,26	6,31

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: (5a;5b;11)

§ 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) a) 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.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) 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.
- (6)b) Es erfolgte im Nachgang des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers der Finanzanalyse
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligt Person 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.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

§ 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, Susanne Klebl, Email: klebl@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:

Felix Gode, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellvertr. Chefanalyst
Dominik Gerbing, B.A., Finanzanalyst

Sonstige an der Studiererstellung beteiligte Personen:

Jörg Grunwald, Vorstand

§ 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