

30.11.2015 - GBC Research Comment – Greiffenberger AG

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

ISIN: DE0005897300

Anlass des Research Kommentars: 9-Monatszahlen 2015

Analysten: Felix Gode, CFA

Aktueller Kurs: 3,28 (XETRA 30.11.2015; 09:02)

Kursziel: 5,00 € (zuvor: 6,80 €)

Rating: KAUFEN

Fertigstellung/Veröffentlichung: 30.11.2015

*Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 4

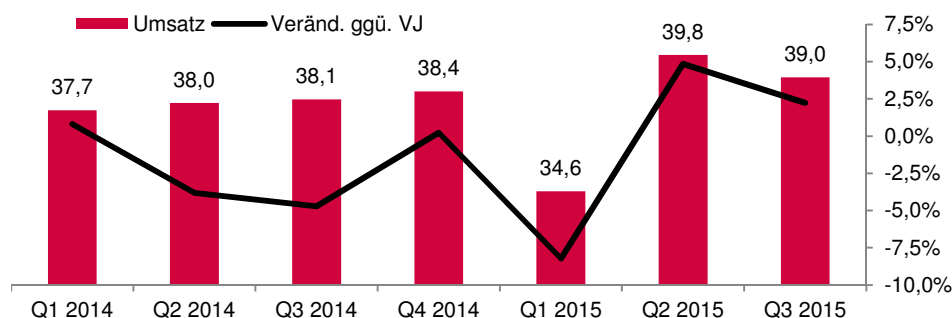
Prognosen für das GJ 2015 revidiert – schwache Nachfrage aus Kundenbranchen – mittel- und langfristige Aussichten unverändert positiv – Kursziel auf 5,00 € reduziert – Rating bleibt KAUFEN

Mit der Vorlage der Zahlen zum Q3 2015 musste die Greiffenberger AG ihre Prognosen für das GJ 2015 revidieren und geht nunmehr von Umsatzerlösen in Höhe von rund 150 Mio. € aus (bislang: 153-158 Mio. €). Gleichzeitig ist es das Ziel, ein positives Ergebnis auf EBIT-Ebene zu erreichen (bislang: 3,0-4,5 Mio. €).

Zwar war die Umsatzentwicklung im Q3 2015 mit einem Plus von 2,2 % gegenüber dem Vorjahr weiterhin positiv, jedoch fiel die Wachstumsdynamik unterhalb des guten Niveaus des Q2 2015 (+4,9 %) aus. Insgesamt lagen die Umsatzerlöse in den ersten neun Monaten 2015 mit 113,4 Mio. € um 0,4 % unter dem Vorjahresniveau. Dabei war bei allen drei Tochtergesellschaften ein leicht niedrigerer Umsatz als im Vorjahreszeitraum zu verzeichnen. Die Umsatzentwicklung im Q3 2015 schätzen wir vor dem Hintergrund der Rahmenbedingungen jedoch als zufriedenstellend ein. Für die verhaltene Umsatzentwicklung im Neunmonatszeitraum war insbesondere das schwache Q1 verantwortlich.

Hintergrund der revidierten Umsatzprognose ist insbesondere eine Nachfrageschwäche aus den Kundenbranchen, weshalb die derzeitige Auftragssituation auf ein verhaltenes Q4 hindeutet. Während sich bei Eberle die Konjunkturabschwächung in China bemerkbar macht, ist bei ABM der niedrige Ölpreis und die damit verbundene schwache Nachfrage nach Pelletheizungen ein wesentlicher Faktor, für deren Antriebe ABM Weltmarktführer ist. Hinzu kommt die schwache Nachfrage aus dem Maschinen- und Anlagenbau. In den ersten neun Monaten 2015 war der Auftragseingang bei deutschen Maschinenbauunternehmen gemäß dem Branchenverband VDMA um 1 % rückläufig.

Entwicklung von Umsatz (in Mio. €) und quartalsweiser Wachstumsrate



Quelle: Greiffenberger, GBC

Prognosen adjustiert – Ausgeglichenes Nettoergebnis in 2016 erwartet

Vor dem Hintergrund der reduzierten Umsatz-Guidance des Managements haben auch wir unsere Prognosen angepasst und gehen nunmehr von einem Umsatz in Höhe von 150,00 Mio. € sowie einem EBIT von 0,25 Mio. € aus. Dabei wirkt sich insbesondere das niedrige Umsatzniveau belastend auf das Ergebnis aus. Hingegen gehen wir nicht davon aus, dass eine weitere Erhöhung der Fixkosten die niedrigere Ergebniserwartung bedingt.

Auch für das GJ 2016 haben wir unsere Erwartungen adjustiert. Angesichts eines zufriedenstellenden Auftragseingangs von 40 Mio. € im Q3 sowie einer erwarteten Entspannung der Rahmenbedingungen in den Kundenbranchen sollte in 2016 wieder ein moderates Wachstum möglich sein. Zudem sollte sich der in 2015 reorganisierte Vertrieb in 2016 schließlich bemerkbar machen. Dennoch senken wir unsere Umsatzerwartung für 2016 von 161,04 Mio. € auf 155,00 Mio. €.

Auf der Ergebnisseite gehen wir für 2016 ebenfalls von einer Belebung aus, wenngleich wir auch hier gegenüber unseren bisherigen Schätzungen eine merkliche Reduktion vornehmen. Während wir nach dem planmäßigen Hochlaufen der Produktion im Jahr 2014 am neuen Standort der ABM in Lublin/Polen nunmehr von keinen weiteren signifikanten Steigerungen der Fixkostenbelastung ausgehen, ist die niedrigere Umsatzerwartung der maßgebliche Grund für die Reduktion der Ergebniserwartung.

GuV (in Mio. €)	GJ 2014	GJ 2015e (alt)	GJ 2015e (neu)	GJ 2016e (alt)	GJ 2016e (neu)
Umsatzerlöse	152,23	154,86	150,00	161,04	155,00
EBITDA	9,41	10,80	7,30	13,39	9,80
EBITDA-Marge*	6,2 %	7,0 %	4,9 %	8,3 %	6,3 %
EBIT	2,41	3,75	0,25	6,59	3,00
EBIT-Marge*	1,6 %	2,4 %	0,2 %	4,1 %	1,9 %
Periodenergebnis	-0,44	0,05	-2,42	2,58	0,00
EPS in €	-0,09	0,01	-0,45	0,49	0,00

Quelle: GBC

Auf Grund der reduzierten Prognose für das GJ 2015 wird die Greiffenberger AG die vereinbarten Covenants in Rahmen des bestehenden Konsortialdarlehensvertrages zum Jahresende voraussichtlich nicht einhalten können. Das Unternehmen hat jedoch bereits mitgeteilt, dass das Bankenkonsortium voraussichtlich auf die Ausübung der ihnen daraus entstehenden Rechte verzichtet. Auch werden zunächst die bis zum 31.03.2016 fälligen Tilgungsleistungen für das Konsortialdarlehen und das Genussrecht bei Bedarf ausgesetzt. Parallel arbeitet das Unternehmen an einem Konzept, um die Ertrags- und Liquiditätssituation der Gesellschaft zu verbessern, auf dessen Basis dann im Frühjahr eine bedarfsgerechte Anpassung der Finanzierung erfolgen soll.

Fazit – Kursziel auf 5,00 € gesenkt – Rating bleibt KAUFEN

Auf Grund der Reduktion der Umsatz- und Gewinnerwartung für das Jahr 2015 und 2016 haben wir auch eine Anpassung des Kursziels vorgenommen. Als maßgeblichen Treiber für die zukünftige Entwicklung der Ergebnisse und Cashflows ist die Umsatzentwicklung zu sehen, die derzeit nicht ausreichend dynamisch ist, um entsprechende Ergebnisimpulse zu generieren. Sollte sich daher das Umsatzwachstum in 2016 verbessert darstellen, halten wir auch höhere Ergebnisse für denkbar. Auf Grund der derzeitigen Rahmenbedingungen stellen wir jedoch zunächst auf eine vorsichtigeren Prognose ab. Nach bislang 6,80 € haben wir nunmehr einen fairen Unternehmenswert je Aktie in Höhe von 5,00 € ermittelt. Das Rating KAUFEN behalten wir auf Grund des unveränderten mittel- und langfristigen Potenzials der Aktie bei.

ANHANG

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

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

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

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (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 eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte 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, offenzulegen. 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), Stellv. Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail:
compliance@gbc-ag.de