



Researchstudie (Update)

Greiffenberger AG



Ein deutlich unter Erwartungen liegender Juni führt zu einem durchwachsenen ersten Halbjahr 2014 – Ausbau des neuen Werks in Lublin verläuft nach Plan – Kursziel nach unten angepasst

Kursziel: 7,10 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 13**

Greiffenberger AG^{*5}

Kaufen

Kursziel: 7,10

Aktueller Kurs: 4,73
26.8.2014 / ETR
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005897300
WKN: 589730
Börsenkürzel: GRF
Aktienanzahl³: 5,323
Marketcap³: 25,18
Enterprise Value³: 83,97
³ in Mio. / in Mio. EUR
Streubesitz: 42,02 %

Transparenzlevel:
General Standard
Marktsegment:
Regulierter Markt
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
Donner & Reuschel AG

Analysten:

Philipp Leibold
leibold@gbc-ag.de

Dominik Gerbing
gerbing@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 14

Unternehmensprofil

Branche: Industrie

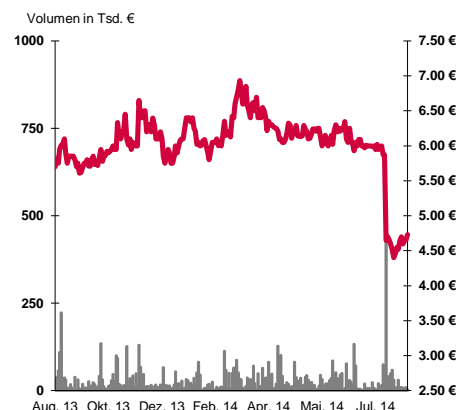
Fokus: Antriebstechnik, Sägeblätter/ Bandstahl,
Kanalsanierungstechnologie

Mitarbeiter: 1088 Stand: 30.06.2014

Gründung: 1986

Firmensitz: Marktredwitz

Vorstand: Stefan Greiffenberger



Die Greiffenberger AG mit Sitz in Marktredwitz und Verwaltung in Augsburg ist eine familiengeführte Holding mit Beteiligungen in verschiedenen Industriezweigen, welche in drei Unternehmensbereiche aufgeteilt sind. Der Unternehmensbereich Antriebstechnik wird dabei durch die größte Tochtergesellschaft ABM Greiffenberger Antriebstechnik GmbH mit Sitz in Marktredwitz vertreten. Zudem hat ABM ausländische Tochterunternehmen in China, Frankreich, Österreich, Polen, Türkei sowie in den USA. Der Unternehmensbereich Metallbandsägeblätter & Präzisionsbandstahl wird durch die J. N. Eberle & Cie. GmbH mit Sitz in Augsburg gebildet. Darüber hinaus hat Eberle Tochtergesellschaften in Frankreich, Italien sowie in den USA. Die BKP Berolina Polyester GmbH & Co. KG mit Sitz in Velten ist im Bereich der Kanalsanierungstechnologie und Rohrummantelung tätig. Börsennotiert ist die Greiffenberger AG seit dem Jahr 1986.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014e	31.12.2015e
Umsatz	157,96	155,24	156,80	166,20
EBITDA	15,39	12,59	9,91	13,90
EBIT	8,80	6,03	3,11	7,15
Jahresüberschuss	2,55	1,30	-0,95	2,36

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,53*	0,27*	-0,18	0,44
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

*Auf Basis einer Aktienanzahl von 4,84 Mio. Stück

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,54	0,54	0,54	0,51
EV/EBITDA	5,57	6,67	8,48	6,04
EV/EBIT	9,74	13,93	27,04	11,74
KGV	9,86	19,43	-26,64	10,66
KBV		0,78		

Finanztermine

10.11.2014: Veröffentlichung 9M-Bericht
25.11.2014: Eigenkapitalforum

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating
29.7.2014: RG / 9,80 / KAUFEN
30.4.2014: RS / 9,80 / KAUFEN
27.8.2013: RS / 9,30 / KAUFEN
17.7.2013: RG / 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 deutsche Wirtschaft ist zum ersten Mal seit einem Jahr rückläufig gewesen und ging im zweiten Quartal 2014 um 0,2 % zurück. Gleichzeitig senkte der Verband Deutscher Maschinen- und Anlagenbau seine Prognose für das Wachstum in 2014 von ursprünglich 3 % auf nun 1 %.
- Nach einem positiven ersten Quartal 2014 führte ein schwacher Mai und ein deutlich unter den Erwartungen liegender Monat Juni zu einem Umsatzrückgang in der Greiffenberger-Gruppe zum 30.06.2014 um -1,6 % auf 75,68 Mio. € (VJ: 76,90 Mio. €). Während die Auslandsumsätze auf Konzernbasis im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 8,7 % gesteigert werden konnten, gingen die Umsätze innerhalb Deutschlands aufgrund einer deutlichen Orderzurückhaltung, speziell beim größten Tochterunternehmen ABM, um knapp 17 % zurück.
- Der Produktionsstart innerhalb des neu errichteten Werks in Polen verlief im ersten Halbjahr 2014 nach Plan und wird nach anfänglichen Anlaufkosten im ersten Halbjahr, wie erwartet, im Teilkonzern ABM auf Gesamtjahressicht keine Ergebnisauswirkung mehr haben und ab 2015 positive Ergebnisbeiträge generieren.
- Aufgrund der rückläufigen Konzernumsatzerlöse, der Anlaufkosten für das neue Werk in Polen innerhalb der ABM im ersten Halbjahr und des deutlich gestiegenen Personalaufwands lag das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) mit 0,68 Mio. € deutlich unter dem Vorjahreswert und unter unseren Erwartungen
- Für die zweite Jahreshälfte 2014 gehen wir bei einem leichten Umsatzwachstum von einer deutlichen Verbesserung beim EBIT aus. Diese sollte durch das im Verlauf des zweiten Halbjahres 2014 zusehends eingeschwungene Werk in Polen und einer damit verbundenen steigenden Produktivität sowie aufgrund der bereits zum Halbjahr 2014 wirksam gewordenen Optimierungs- und Effizienzsteigerungsmaßnahmen erzielt werden können. Da das Geschäftsjahr 2014 aufgrund der neuen Werkseröffnung sowie des durchwachsenen ersten Halbjahres als eine Art Übergangsjahr für die Greiffenberger-Gruppe gesehen werden muss, haben wir unsere Prognosen für das Gesamtjahr 2014 entsprechend angepasst.
- **Nach einem durchwachsenen ersten Halbjahr 2014, einem sehr zurückhaltenden Orderverhalten der Kunden im zweiten Quartal und einem leicht eingetrübten Ausblick für die Weltwirtschaft in 2014 haben wir das Kursziel für die Aktie der Greiffenberger AG von zuvor 9,80 € auf 7,10 € angepasst. Trotz der Anpassung liegt das Kursziel über dem Kurs der im April erfolgreich durchgeführten Kapitalerhöhung zu 6,00 € und bietet beim derzeitigen Kursniveau von 4,73 € auch weiterhin ein entsprechendes Aufwärtspotenzial.**

INHALTSVERZEICHNIS

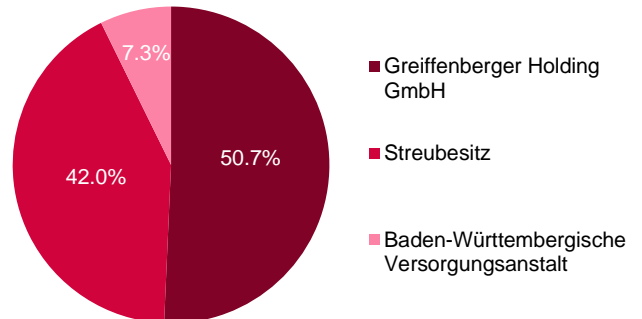
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Geschäftsentwicklung 1. Halbjahr 2014	5
Umsatzentwicklung	5
Ergebnisentwicklung	6
Bilanzielle und finanzielle Situation – Eigenkapitalquote verbessert	8
Prognose und Modellannahmen	9
Umsatzprognosen	9
Ergebnisprognosen	10
Bewertung	11
Modellannahmen	11
Bestimmung der Kapitalkosten	11
Bewertungsergebnis	11
DCF-Modell.....	12
Anhang	13

UNTERNEHMEN

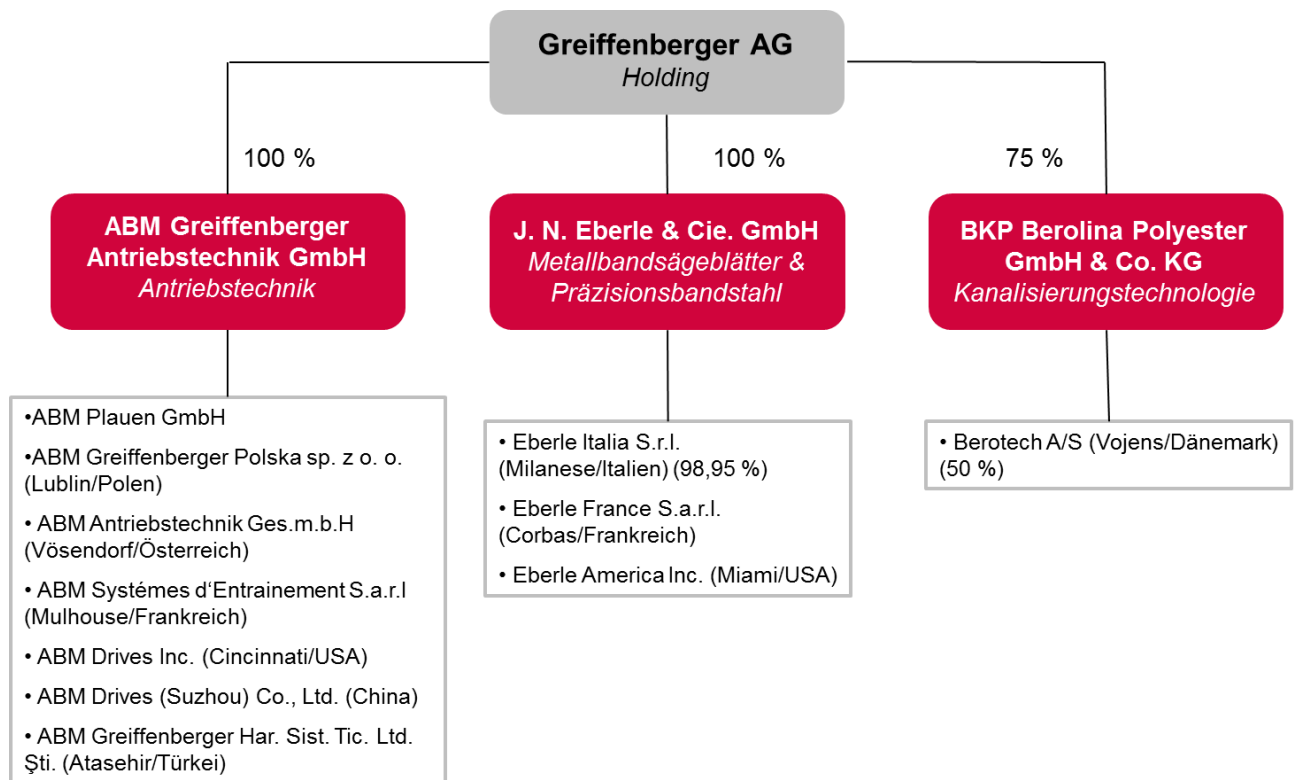
Aktionärsstruktur

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

Quelle: Greiffenberger AG, GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: Greiffenberger AG, GBC AG



Quelle: Greiffenberger AG, GBC AG

Geschäftsentwicklung 1. Halbjahr 2014

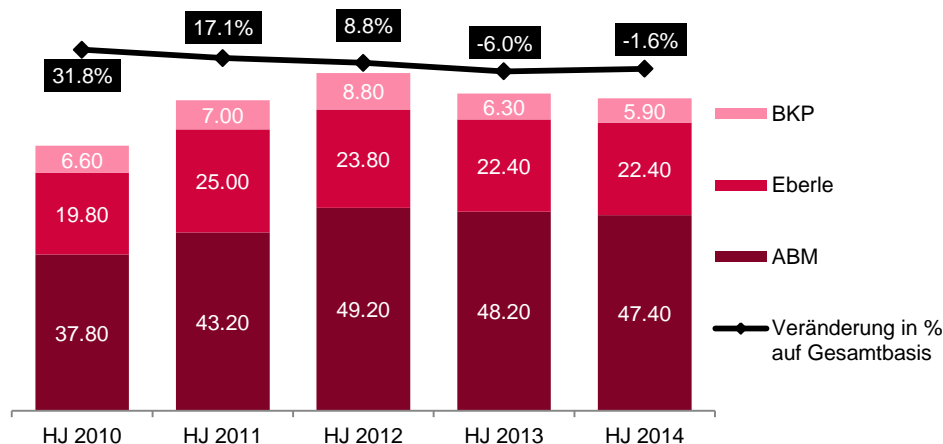
GuV (in Mio. €)	1. Halbjahr 2013	Δ zum VJ	1. Halbjahr 2014
Umsatzerlöse	76,90	-1,6 %	75,68
EBITDA	6,85	-41,0 %	4,04
EBITDA-Marge	8,9 %	-3,6 Pp.	5,3 %
EBIT	3,50	-80,6 %	0,68
EBIT-Marge	4,6 %	-3,7 Pp.	0,9 %
Periodenergebnis	1,27	k. A.	-0,79
EPS in €	0,26		-0,16

Quelle: Greiffenberger AG, GBC AG

Umsatzentwicklung

Das erste Halbjahr 2014 war für die Greiffenberger AG geprägt von einer eher uneinheitlichen Entwicklung. Während nach einem schwachen Schlussquartal 2013 das erste Quartal 2014 auf eine positive Geschäftsentwicklung im weiteren Jahresverlauf hoffen ließ, folgte im Verlauf des zweiten Quartals 2014 eine deutliche Eintrübung der Geschäftslage. Vor allem der Monat Juni und ein zurückhaltendes Orderverhalten der Kunden führten zu einem auf Halbjahresbasis leicht rückläufigen Umsatz in Höhe von 75,68 Mio. € (VJ: 76,90 Mio. €).

Umsatzentwicklung nach Segmenten auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



Quelle: Greiffenberger AG, GBC AG

Basierend auf den einzelnen Geschäftsbereichen der Greiffenberger AG ergab sich ein ebenfalls eher gemischtes Bild. Während die größte Tochtergesellschaft ABM die Umsatzerlöse im Ausland deutlich ausbauen konnte, gingen aufgrund einer im Inland unerwartet aufgetretenen deutlichen Nachfrageabkühlung die Umsätze in Deutschland von 25,04 Mio. € in 2013 um knapp 19 % auf 20,32 Mio. € zum Halbjahr 2014 zurück. Erfreulicherweise lief der Produktionsstart des neuen Werks in Polen, Lublin, nach Plan.

Das zweitgrößte Tochterunternehmen der Greiffenberger AG, Eberle, konnte das Umsatzniveau des Vorjahreszeitraums halten und erzielte mit 22,4 Mio. € knapp 30 % der Umsatzerlöse der Greiffenberger-Gruppe. Im Gegensatz zur ABM konnte im Unternehmensbereich Metallbandsägeblätter & Präzisionsstahl der Inlandsumsatz um 18,1 % auf 2,34 Mio. € gesteigert werden, während der Auslandsumsatz aufgrund einer Abschwächung der konjunkturellen Lage in einigen europäischen Ländern und in Asien mit 20,11 Mio. € und einem Rückgang um -1,4 % marginal geringer ausfiel. Die Exportquote verringerte sich demnach zum 30.06.2014 von 91,1 % auf 89,6 %.

Innerhalb der ersten sechs Monate 2014 konnte das kleinste Tochterunternehmen, die BKP, das Umsatzniveau des Vorjahreszeitraumes nicht erreichen und verzeichnete einen Umsatzrückgang um 7,3 % auf 5,88 Mio. € (VJ: 6,34 Mio. €). Ursächlich hierfür war die Entwicklung im Projektgeschäft innerhalb der Gasrohrummantelung, die im ersten Halbjahr 2014 keinerlei Aufträge verzeichnete. Dieses unterliegt naturgemäß starken Schwankungen. Die Umsätze im Kernprodukt Schlauchliner lagen hingegen deutlich über dem Vorjahresniveau. Durch das im ersten Halbjahr 2014 erfolgreiche Hochfahren der vierten Produktionslinie im Bereich der Schlauchliner ist BKP in der Lage, größere Durchmesser als bisher zu fertigen und die Rüstzeiten der einzelnen Maschinen zu verkürzen.

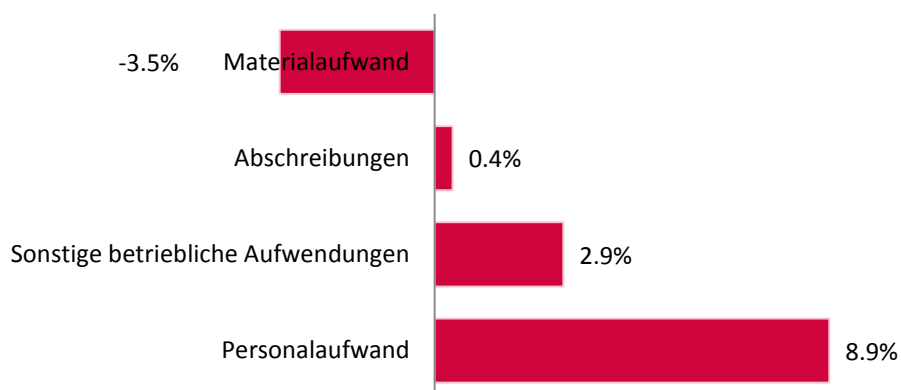
Bei einer Belebung des Geschäfts im zweiten Halbjahr würde die Nachfrage entsprechend auf ausreichend Kapazitäten stoßen und vollumfänglich bedient werden können. Anlass zum positiven Ausblick gibt bereits die Umsatzentwicklung im zweiten Quartal, da nach den ersten drei Monaten 2014 noch ein Rückgang bei den Umsatzerlösen in Höhe von -15,6 % zu Buche stand.

Ergebnisentwicklung

Beim Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) lag die Greiffenberger-Gruppe mit einem Wert in Höhe von 0,68 Mio. € deutlich unter dem Vorjahreswert von 3,50 Mio. €. Während sich die Personalkosten erhöhten, blieb die Materialkostenquote (Materialkosten im Verhältnis zum Umsatz) unter dem Wert des Vorjahres und spiegelt somit weitere Fortschritte der Optimierung der Beschaffung sowie die ersten Ergebnisse infolge der erhöhten internen Wertschöpfung durch das neue Werk in Polen wider. Die Materialkostenquote verringerte sich von 49,0 % im Halbjahr 2013 auf 48,0 % zum Halbjahr 2014.

Der Grund für den deutlichen Rückgang des Ergebnisses war vor allem ein um 8,9 % gestiegener Personalaufwand bei gleichzeitig rückläufigen Umsätzen. Die Steigerung ist dabei zum einen auf die durch die Inbetriebnahme des neuen Werks in Polen und dem damit verbundenen Aufbau von rund 130 Mitarbeitern zurückzuführen. Zum anderen führten Tarifierhöhungen in Deutschland zu steigenden Personalkosten.

Entwicklung der Kostenpositionen

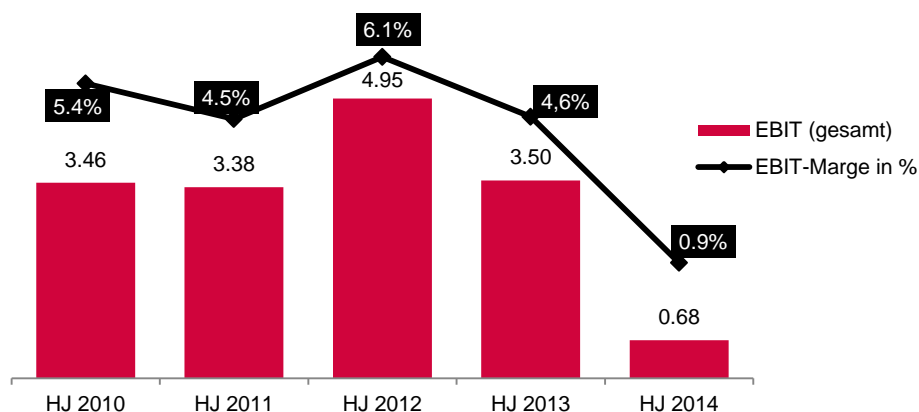


Quelle: Greiffenberger AG, GBC AG

Gleichzeitig lagen die sonstigen betrieblichen Aufwendungen mit einem Anstieg um 2,9 % nur leicht über dem Wert des Vorjahreszeitraumes und die Abschreibungen erreichten mit 3,36 Mio. € annähernd dasselbe Niveau wie zum Halbjahr 2013 mit 3,35 Mio. €.

Nach Verrechnung der gesunkenen Umsatzerlöse und der gestiegenen Aufwandspositionen sank die EBIT-Marge auf Konzernbasis im Verhältnis zum Umsatz entsprechend von 4,6 % aus dem Vorjahr auf 0,9 % zum Halbjahr 2014.

EBIT- und EBIT-Margenentwicklung auf Halbjahresbasis

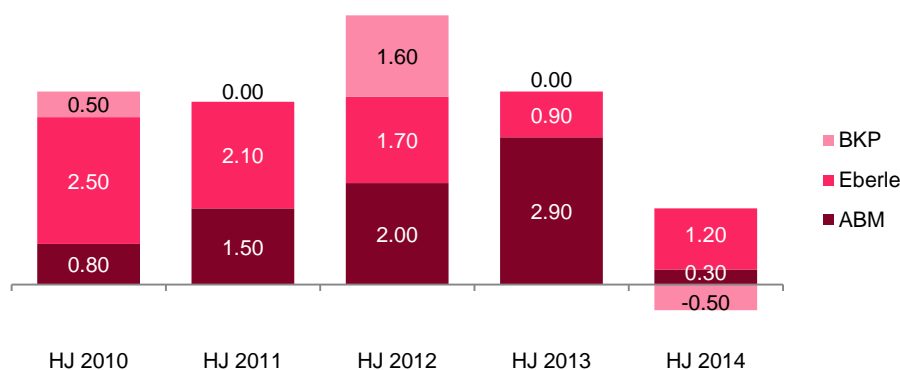


Quelle: Greiffenberger AG, GBC AG

Werden die drei Unternehmensbereiche im Einzelnen betrachtet, ergab sich insbesondere bei der Tochtergesellschaft Eberle eine erfreuliche Entwicklung und eine deutliche Steigerung beim EBIT. Bei einem Umsatzniveau auf Höhe des Vorjahreszeitraumes konnte das EBIT um rund 33 % auf 1,2 Mio. € gesteigert werden (VJ: 0,9 Mio. €). Dies entspricht einer EBIT-Marge von 5,4 %, nach 4,2 % im Vorjahreszeitraum. Hier dürften sich auch im Vergleich zum Vorjahr geringer ausgefallene Kosten für die im ersten Halbjahr 2014 erfolgreich fertiggestellte und verbesserte IT-Infrastruktur positiv auf das Ergebnis ausgewirkt haben.

ABM verzeichnete bei leicht geringeren Umsätzen ein EBIT in Höhe von 0,30 Mio. € und somit deutlich weniger als noch zum 30.06.2013 mit 2,90 Mio. €. Der Rückgang ist dabei zum einen auf das Anlaufen der Produktion im neuen Werk in Polen sowie damit verbundener Aufwendungen und zum anderen auf den im Teilkonzern ABM gestiegenen Personalbestand in Verbindung mit den in Deutschland wirksam gewordenen Tarifierhöhungen zurückzuführen. Die Anlaufkosten für das neue Werk sollen im Jahresverlauf vollständig kompensiert werden, wodurch saldiert im Gesamtjahr keine Belastung des Ergebnisses mehr zu erwarten ist. Verursacht durch die Anlaufkosten des neuen Werks und eine geringere Umsatzbasis, verbunden mit einer geringeren Auslastung, sank die EBIT-Marge des Teilkonzerns ABM zum Halbjahr 2014 von 6,0 % auf 0,6 %.

Verteilung des EBIT auf die drei Tochterunternehmen ohne Holdingkosten



Quelle: Greiffenberger AG, GBC AG

Der Unternehmensbereich Kanalsanierungstechnologie verzeichnete im ersten Halbjahr mit einem EBIT in Höhe von -0,50 Mio. € (VJ: 0,00 Mio. €) eine ebenfalls rückläufige Entwicklung. Zurückzuführen ist dies zum einen auf die im ersten Halbjahr 2014 im Zuge des Hochfahrens der vierten Produktionslinie für Schlauchliner entstandenen Aufwendungen und die durchgeführten Optimierungs- und Effizienzsteigerungsmaßnahmen. Zum anderen führte das niedrige Umsatzniveau bei leicht erhöhten Aufwendungen entsprechend zum Ergebnisrückgang. Die Maßnahmen stellen jedoch gleichzeitig eine Investition in die Zukunft und die Erweiterung des Produktportfolios dar.

Nach Abzug des Finanzergebnisses in Höhe von -1,77 Mio. € (VJ: -1,65 Mio. €) und einem Steuerertrag, aufgrund der Aktivierung latenter Steuern, in Höhe von 0,31 Mio. €, ergab sich zum Halbjahr 2014 ein Periodenergebnis von -0,79 Mio. € (VJ: 1,27 Mio. €).

Bilanzielle und finanzielle Situation – Eigenkapitalquote verbessert

Bilanzposition in Mio. €	GJ 2012	GJ 2013	HJ 2014
Eigenkapital	31,25	32,28	34,17
Operatives Anlagevermögen	58,10	61,76	62,50
<i>Eigenkapitalquote</i>	25,3 %	24,9 %	25,6 %
Nettoverschuldung	60,59	58,79	62,43
Working Capital	36,29	31,52	36,17

Quelle: Greiffenberger AG, GBC AG

Bezogen auf die Eigenkapitalausstattung hat sich die bilanzielle Situation der Greiffenberger-Gruppe im Vergleich zum 31.12.2013 leicht verbessert. Die im April 2014 durchgeführte Kapitalerhöhung führte trotz einer gestiegenen Bilanzsumme zu einer verbesserten Eigenkapitalquote von nun 25,6 %. Bei einem Eigenkapital von 34,17 Mio. € per Ende Juni 2014 belief sich der Buchwert je Aktie auf rund 6,40 €.

Dabei stieg bei einer Abschreibung in Höhe des Vorjahreszeitraumes und aufgrund erhöhter aktivierter Eigenleistungen sowie Investitionen innerhalb der Tochterunternehmen in Höhe von 3,68 Mio. € das operative Anlagevermögen auf 62,50 Mio. €. Für das Gesamtjahr erwarten wir eine Investitionshöhe auf dem Niveau der Abschreibungen und deutlich unter dem Vorjahreswert.

Die Nettoverschuldung erhöhte sich trotz des Bruttoerlöses in Höhe von rund 2,9 Mio. € aus der im April durchgeführten Kapitalerhöhung von 58,79 Mio. € am 31.12.2013 auf 62,43 Mio. € zum Halbjahr 2014.

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014e (alt)	GJ 2014e	GJ 2015e (alt)	GJ 2015e
Umsatzerlöse	155,24	163,00	156,80	171,00	166,20
EBITDA	12,59	15,17	9,91	17,01	13,90
EBITDA-Marge	8,1 %	9,3 %	6,3 %	10,0 %	8,4 %
EBIT	6,03	8,17	3,11	10,01	7,15
EBIT-Marge	3,9 %	5,0 %	2,0 %	5,9 %	4,3 %
Jahresüberschuss	1,30	3,46	-0,95	4,82	2,36
EPS in €	0,27	0,65	-0,18	0,91	0,44

Quelle: GBC AG

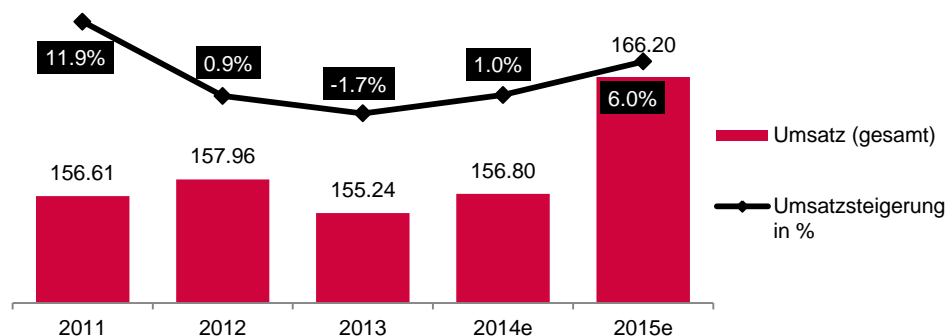
Umsatzprognosen

Nach dem verhaltenen ersten Halbjahr 2014 und dem zurückhaltenden Orderverhalten mehrerer Kunden, vor allem bei der Tochtergesellschaft ABM, rechnen wir für das zweite Halbjahr 2014 mit einer besseren Entwicklung sowohl auf Konzernbasis, als auch innerhalb des Teilkonzerns ABM, passen unsere bisherige Umsatzprognose jedoch nach unten an. Während wir von einem weiterhin positiven Verlauf der Auslandsumsätze ausgehen, rechnen wir bei der größten Tochtergesellschaft der Greiffenberger AG im zweiten Halbjahr mit einer deutlichen Verbesserung der Auftragslage im Inland. Zwar stellen die verschiedenen Krisenherde in Osteuropa und Nah-Ost weiterhin gewisse Risikofaktoren dar, bei einem weiterhin zu erwartenden Wachstum des deutschen Bruttoinlandsprodukts in Höhe von 1,8 % (Quelle: Deutsche Bundesregierung) sollte sich die Ordersituation in Deutschland jedoch verbessern.

Nach einer stabilen Umsatzentwicklung innerhalb der ersten sechs Monate bei der zweitgrößten Tochtergesellschaft Eberle, rechnen wir im Vergleich zum ersten Halbjahr im weiteren Jahresverlauf mit steigenden Umsatzerlösen. Hier dürfte sich vor allem die deutliche Erholung der Konjunktur in den USA positiv auf den Umsatz und den Exportanteil auswirken, während sich der Inlandsumsatz auch auf Jahressicht weiterhin positiv entwickeln sollte.

Für den Bereich Kanalsanierungstechnologie der Tochtergesellschaft BKP gehen wir ebenfalls von einem im Vergleich zum ersten Halbjahr positiveren Jahresverlauf aus. Durch die neue Produktionslinie im Bereich Schlauchliner und das damit um größere Durchmesser erweiterte Produktportfolio sollte BKP zusätzliche Aufträge generieren können und das Umsatzniveau im Vergleich zum ersten Halbjahr steigern können. Des Weiteren ist hervorzuheben, dass das Geschäft der BKP mit einem Umsatzanteil von 60 % im zweiten Halbjahr saisonal bedingt in der Regel höher ausfällt, als im ersten Halbjahr.

Erwartete Umsatzentwicklung bis zum Jahr 2015



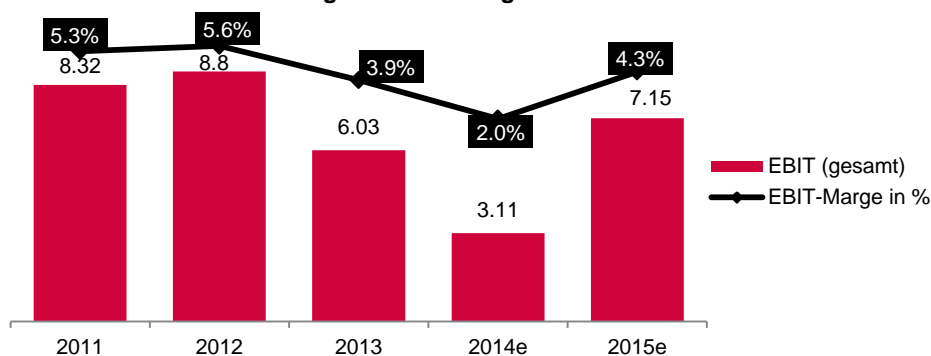
Quelle: GBC AG

Ergebnisprognosen

Beim Ergebnis gehen wir für das zweite Halbjahr 2014 auf Konzernbasis von einer deutlichen Verbesserung aus. Während sich die Materialkostenquote aufgrund der erhöhten Wertschöpfung innerhalb der ABM-Gruppe und der Effizienzsteigerungsmaßnahmen bei der Tochtergesellschaft Eberle auf Jahressicht weiter reduzieren dürfte, gehen wir aufgrund des höheren Personalbestands gleichzeitig von einem moderaten Anstieg beim Personalaufwand aus. Analog hierzu dürften sich unserer Ansicht nach durch die Optimierungsmaßnahmen die sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Vergleich zum Vorjahr leicht reduzieren.

Nachdem bereits zum Halbjahr 2014 die Abschreibungen etwas höher ausfielen als noch im Vorjahreszeitraum, gehen wir auch auf Jahressicht aufgrund eines leicht erhöhten Sachanlagevermögens von gestiegenen Abschreibungen in Höhe von 6,80 Mio. € aus (VJ: 6,56 Mio. €). Auf dieser Basis ergibt sich unseren Schätzungen nach ein EBIT in Höhe von 3,11 Mio. € (VJ: 6,03 Mio. €).

Erwartete EBIT- und EBIT-Margen-Entwicklung bis 2015



Quelle: GBC AG

Während sich innerhalb des Teilkonzerns ABM das neue Werk in Polen im Gesamtjahr 2014 ergebnisneutral verhalten und die Fertigung dort vollständig eingeschwungen sein dürfte, rechnen wir bei ABM für das zweite Halbjahr mit einem moderaten Umsatz- und deutlichen Ergebniswachstum gegenüber dem ersten Halbjahr 2014. Darüber hinaus fielen im Zuge der Errichtung des Werks in Polen im Geschäftsjahr 2013 Sonderaufwendungen in Höhe von 2,0 Mio. € an, die in diesem Jahr nicht mehr auftreten werden und somit ein Aufholpotenzial beim EBIT auf Jahresbasis bieten. Ab 2015 soll das neue Werk in Polen schließlich positive Ergebnisbeiträge generieren.

Innerhalb des Bereichs Metallbandsägeblätter & Präzisionsbandstahl rechnen wir aufgrund der durchgeführten Optimierungsmaßnahmen und des Wegfalls der Kosten insbesondere für die Verbesserung der IT-Infrastruktur weiterhin mit Verbesserungseffekten beim Ergebnis. Dies dürfte bei einem leichten Umsatzwachstum überproportional ansteigen. Bei BKP wiederum rechnen wir zwar mit einer Verbesserung im weiteren Jahresverlauf, jedoch auch auf Jahressicht mit einem leicht negativen Ergebnisbeitrag nahe Null.

Aufgrund einer leicht angestiegenen Nettoverschuldung sowie einer Verbesserung des Ergebnisses innerhalb der BKP, welches im Zinsaufwand der Greiffenberger AG erfasst wird, rechnen wir mit einem negativen Finanzergebnis von -4,05 Mio. € (VJ: -3,65 Mio. €) und einem Jahresfehlbetrag in Höhe von -0,95 Mio. € (VJ: 1,15 Mio. €). Da es sich in 2014 für die Greiffenberger-Gruppe aufgrund der Inbetriebnahme des neuen Werks in Polen und des durchwachsenen ersten Halbjahres 2014 um ein Jahr des Übergangs handelt, gehen wir für 2015 von einer wesentlichen Verbesserung aus, die sich unserer Einschätzung nach sowohl in den Umsätzen, als auch im Ergebnis widerspiegeln wird.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die Greiffenberger AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2014 bis 2015 in Phase 1, erfolgt von 2016 bis 2021 in der zweiten Phase die Prognose über die Verstetigung von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 3,0 %. Als Ziel-EBITDA-Marge haben wir 9,55 % (bisher: 10,50 %) angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 29,0 % ab Phase 2 und Phase 3 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 %.

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 1,63.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich damit Eigenkapitalkosten von 10,94 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 60 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,04 % (bisher: 9,20 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten nach oben genannter Berechnung (WACC) haben wir mit 9,04 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2015 entspricht demnach als Kursziel 7,10 €. Dementsprechend haben wir unser bisheriges Kursziel aufgrund der rückläufigen operativen Entwicklung innerhalb des ersten Halbjahres 2014 und den für 2014 und 2015 reduzierten Prognosen von bisher 9,80 € auf 7,10 € herabgesetzt. Der Verwässerungseffekt durch die im April 2014 erfolgreich durchgeführte Kapitalerhöhung ist hierbei bereits berücksichtigt.

DCF-MODELL

Greiffenberger AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	9,6%	ewige EBITA - Marge	6,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	10,5%	effektive Steuerquote im Endwert	29,0%
Working Capital zu Umsatz	18,3%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 14e	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	157,80	167,05	172,07	177,24	182,56	188,05	193,70	199,52	
US Veränderung	0,1%	5,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,57	2,72	2,80	2,88	2,97	3,06	3,15	3,24	
EBITDA	9,91	13,90	16,44	16,93	17,44	17,97	18,51	19,06	
EBITDA-Marge	6,3%	8,3%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	
EBITA	3,11	7,15	9,98	10,48	10,99	11,51	12,05	12,61	
EBITA-Marge	2,0%	4,3%	5,8%	5,9%	6,0%	6,1%	6,2%	6,3%	6,3%
Steuern auf EBITA	0,00	-2,07	-2,89	-3,04	-3,19	-3,34	-3,49	-3,66	
zu EBITA	0,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
EBI (NOPLAT)	3,11	5,08	7,09	7,44	7,80	8,17	8,56	8,95	
Kapitalrendite	3,3%	5,6%	7,7%	8,0%	8,3%	8,6%	8,9%	9,2%	9,4%
Working Capital (WC)	29,98	30,20	31,40	32,35	33,32	34,32	35,35	36,41	
WC zu Umsatz	19,0%	18,1%	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%	
Investitionen in WC	1,53	-0,22	-1,20	-0,94	-0,97	-1,00	-1,03	-1,06	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	61,50	61,50	61,50	61,50	61,50	61,50	61,50	61,50	
AFA auf OAV	-6,80	-6,75	-6,46	-6,46	-6,46	-6,46	-6,46	-6,46	
AFA zu OAV	11,1%	11,0%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	
Investitionen in OAV	-6,54	-6,75	-6,46	-6,46	-6,46	-6,46	-6,46	-6,45	
Investiertes Kapital	91,48	91,70	92,90	93,85	94,82	95,82	96,85	97,91	
EBITDA	9,91	13,90	16,44	16,93	17,44	17,97	18,51	19,06	
Steuern auf EBITA	0,00	-2,07	-2,89	-3,04	-3,19	-3,34	-3,49	-3,66	
Investitionen gesamt	-5,01	-6,97	-7,66	-7,40	-7,43	-7,46	-7,49	-7,52	
Investitionen in OAV	-6,54	-6,75	-6,46	-6,46	-6,46	-6,46	-6,46	-6,45	
Investitionen in WC	1,53	-0,22	-1,20	-0,94	-0,97	-1,00	-1,03	-1,06	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	4,89	4,86	5,89	6,49	6,83	7,17	7,52	7,89	102,53

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	88,64	91,79
Barwert expliziter FCFs	32,68	30,78
Barwert des Continuing Value	55,95	61,01
Nettoschulden (Net debt)	55,04	54,01
Wert des Eigenkapitals	33,59	37,78
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	33,59	37,77
Ausstehende Aktien in Mio.	5,32	5,32
Fairer Wert der Aktie in EUR	6,31	7,10

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,63
Eigenkapitalkosten	10,9%
Zielgewichtung	60,0%
Fremdkapitalkosten	8,3%
Zielgewichtung	40,0%
Taxshield	25,0%
WACC	9,0%

Kapitalrendite	WACC				
	8,4%	8,7%	9,0%	9,3%	9,6%
8,9%	7,71	6,98	6,32	5,71	5,16
9,1%	8,15	7,39	6,71	6,08	5,51
9,4%	8,59	7,81	7,10	6,45	5,85
9,6%	9,03	8,22	7,48	6,81	6,20
9,9%	9,46	8,63	7,87	7,18	6,55

ANHANG

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

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

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

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)

§ 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 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.

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst
Dominik Gerbing, B.A., Junior-Finanzanalyst

§ 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