



Researchstudie (Update)



**Deutliches Umsatzwachstum im 1. HJ 2011 -
Erfreuliche Entwicklung bei den
Ordereingängen - Kursziel leicht reduziert**

Kursziel: 10,40 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

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

Kaufen
Kursziel: 10,40

aktueller Kurs: 6,00
26.7.2011 / FFM

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005897300

WKN: 589730

Börsenkürzel: GRF

Aktienanzahl³: 4,839

Marketcap³: 29,03
EnterpriseValue³: 76,77
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 36,0 %

Transparenzlevel:
General Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
Donner & Reuschel AG

Analysten:

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite XV

Unternehmensprofil

Branche: Industrie

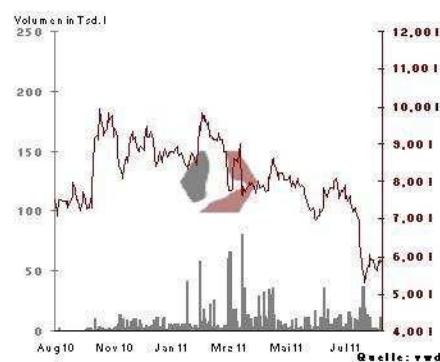
Fokus: Antriebstechnik, Sägeblätter/ Bandstahl,
Kanalsanierungstechnologie

Mitarbeiter: 935 Stand: 30.6.2011

Gründung: 1986

Firmensitz: Marktredwitz

Vorstand: Stefan Greiffenberger

Greiffenberger AG *5


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, den Niederlanden, Österreich 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 Berlin ist im Bereich der Kanalsanierungstechnologie tätig. Börsennotiert ist die Greiffenberger AG seit dem Jahr 1986.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011e	31.12.2012e
Umsatz	107,22	139,90	152,00	150,00
EBITDA	1,07	14,39	14,72	15,45
EBIT	-5,62	7,74	8,12	8,75
Jahresüberschuss	-7,50	1,84	2,90	3,73

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-1,70	0,41	0,60	0,77
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,73	0,55	0,51	0,50
EV/EBITDA	71,75	5,33	5,22	4,97
EV/EBIT	-13,66	9,92	9,45	8,77
KGV	neg.	15,78	10,01	7,78
KBV		1,03		

Finanztermine:
****letztes Research von GBC:**
Datum: Ereignis
07.11.2011: Veröffentlichung 9M-Bericht

Datum: Veröffentl. / Kursziel in EUR / Rating

29.4.2011: RS / 10,94 / KAUFEN

29.3.2011: RS / 11,79 / KAUFEN

7.12.2010: RG / 11,79 / KAUFEN

1.9.2010: RS / 11,79 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Unternehmen

Profil

Die Greiffenberger AG mit Sitz in Marktredwitz und Verwaltung in Augsburg ist eine familien geführte 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, den Niederlanden, Österreich, 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 tätig. Börsennotiert ist die Greiffenberger AG seit dem Jahr 1986.

Das nachstehende Schaubild zeigt die Unternehmensstruktur der Greiffenberger AG:

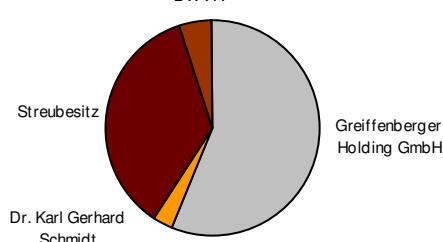


Quelle: Greiffenberger, GBC

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	31.12.2010	30.06.2011
Greiffenberger Holding GmbH	55,77 %	55,77 %
Baden-Württembergische Versorgungsanstalt für Ärzte, Zahnärzte und Tierärzte	5,17 %	5,17 %
Dr. Karl Gerhard Schmidt	3,10 %	3,10 %
Streubesitz	35,96 %	35,96 %
Summe	100,0 %	100,0 %

Aktionärsstruktur zum 30.6.2011
BWVA



Quelle: Greiffenberger, GBC

Geschäftsentwicklung 1. HJ 2011 - Deutliches Wachstum bei Umsatz und Ordereingang

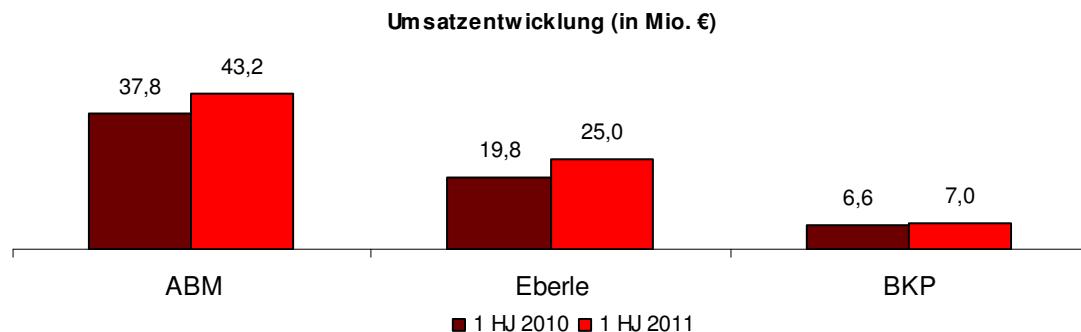
in Mio. €	HJ 2010	HJ 2011	Delta 2010/2011
Umsatzerlöse	64,14	75,27	+17,5 %
EBITDA (Marge)	7,15 (11,2 %)	6,67 (8,9 %)	-6,7 %
EBIT (Marge)	3,84 (6,0 %)	3,38 (4,5 %)	-12,0 %
Periodenüberschuss	1,46	0,74	-49,2 %

Quelle: Greiffenberger; GBC

Umsatzentwicklung - Zuwächse bei allen drei Tochterunternehmen

Die Greiffenberger AG profitierte von dem anhaltend freundlichen konjunkturellen Umfeld und konnte die Umsatzerlöse im ersten Halbjahr 2011 deutlich um 17,5 % auf 75,27 Mio. € (VJ: 64,14 Mio. €) steigern. Dabei wurde das Wachstum von allen drei Tochterunternehmen gleichermaßen getragen. Insbesondere die beiden Tochterunternehmen ABM und Eberle, welche einen hohen Kundenanteil aus industrienahen Branchen haben, verzeichneten dynamische Zuwachsrate von 26,3 % respektive 14,3 %. Hinsichtlich der Kundenstruktur sollten sich nach unserer Einschätzung keine wesentlichen Änderungen ergeben haben. Vielmehr stieg die Nachfrage auf breiter Front an. Bei der Tochtergesellschaft ABM sollten sich die Umsatzerlöse in den wachstumsstarken Bereichen Windkraft und E-Mobilität im ersten Halbjahr 2011 gemäß unserer Schätzung bereits auf über 5 Mio. € belaufen haben, was einem Zuwachs von annähernd 50 % im Vergleich zum Vorjahreszeitraum entspricht.

Die Umsatzentwicklung der drei Tochterunternehmen ABM, Eberle und BKP kann dem nachstehenden Schaubild entnommen werden.



Quelle: Greiffenberger; GBC

Das Auslandsgeschäft hat sich in der ersten Jahreshälfte erneut positiv entwickelt und als ein treibender Faktor erwiesen. Die Exportquote konnte gegenüber dem Vorjahr nochmals leicht auf 60 % (VJ: 59 %) erhöht werden. Dabei zeigte sich vor allem die Nachfrage aus den ausländischen Märkten China und USA erfreulich. Durch eine bessere Marktbearbeitung in den USA konnte insbesondere Eberle hier neue Kundengruppen erschließen.

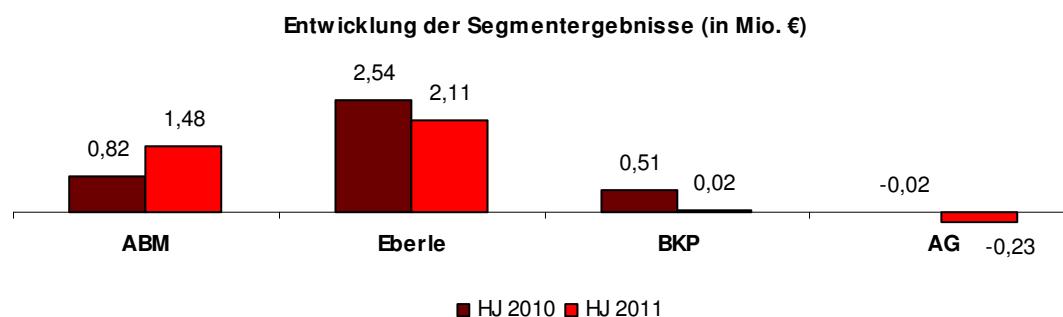
Des Weiteren verzeichnete die Greiffenberger AG eine hervorragende Entwicklung bei den Ordereingängen, welche sich nach Angaben des Vorstands auch in den Monaten Juli und August fortgesetzt hat. Zum Halbjahr 2011 erreichte das Book-to-Bill Ratio mit 1,1 einen guten Wert und auch der gegenüber dem Vorjahrestichtag um über 50 % auf 49,9 Mio. € gestiegerte Auftragsbestand bildet eine komfortable Ausgangssituation für die kommenden Quartale.

Ergebnisentwicklung - EBITDA leicht unter Vorjahr

Auf der Konzernebene belasteten in der ersten Jahreshälfte vor allem die gestiegenen Materialkosten. Gleichzeitig konnten die höheren Rohstoffpreise noch nicht in vollem Umfang an die Kunden weitergeben werden. Diese Entwicklung betraf hauptsächlich das Tochterunternehmen ABM und hatte zur Folge, dass die Materialaufwandsquote im ersten Halbjahr 2011 deutlich auf 51,36 % (VJ: 45,71 %) anstieg. Außerdem erhöhten sich die sonstigen betrieblichen Aufwendungen im ersten Halbjahr 2011 im Vergleich zum Umsatzzuwachs überproportional. Hier waren vornehmlich Einmalaufwendungen im Zusammenhang mit dem Umzug der BKP von Berlin in die neue Produktionsstätte nach Velten für den Kostenanstieg verantwortlich. Den Einmalaufwand, der sich auch entsprechend im Segmentergebnis der BKP niedergeschlagen hat, schätzen wir hierbei auf rund 0,5 Mio. €.

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) konnte daher im ersten Halbjahr 2011 den Vorjahreswert nicht erreichen und belief sich auf 6,67 Mio. € gegenüber 7,15 Mio. € im vergleichbaren Vorjahreszeitraum. Die Abschreibungen lagen mit 3,29 Mio. € annähernd auf Vorjahresniveau (VJ: 3,31 Mio. €).

Die nachfolgende Graphik zeigt die Segmentergebnisse der drei Tochterunternehmen ABM, Eberle und BKP sowie die Holding-Kosten.



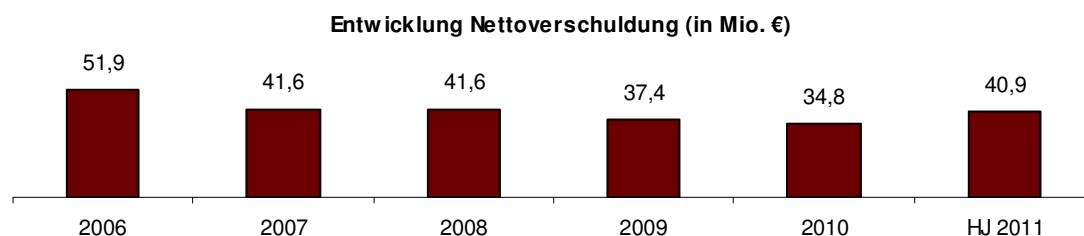
Quelle: Greiffenberger; GBC

Eberle erzielte im ersten Halbjahr 2011 eine EBIT-Marge von 8,4 %. Dagegen ist ABM mit einer EBIT-Marge von 3,4 % noch weit entfernt von der in der Vergangenheit erreichten Ertragskraft. Die BKP erzielte aufgrund der oben beschriebenen Sondereffekte ein ausgeglichenes operatives Ergebnis.

Bilanzielle Situation - Vorzeitige Sondertilgung des KfW-Darlehens

Dank des positiven Jahresüberschusses erhöhte sich das Eigenkapital zum 30. Juni 2011 auf 28,82 Mio. € (31.12.2010: 28,22 Mio. €). Dies ging einher mit einer leichten Verbesserung der Eigenkapitalquote auf 23,5 % (31.12.2010: 22,8 %). Das Net Working Capital erhöhte sich im ersten Halbjahr 2010 um knapp 6 Mio. € auf 26,0 Mio. €. Im Zuge der Einführung eines neuen ERP-Systems bei ABM wurden bei den Vorräten Sicherheitsbestände aufgebaut, die einen Großteil des überproportionalen Working Capital Anstiegs erklären.

Der aus dem Aufbau von Vorräten sowie erhöhten Forderungen resultierende negative operative Cash Flow in Verbindung mit Investitionen von rund 3 Mio. € führten zu einem deutlichen Anstieg der Nettoverschuldung im ersten Halbjahr 2011. Rund 1,7 Mio. € wurden dabei am neuen Standort der BKP investiert. Des Weiteren führte die Greiffenberger AG im Rahmen einer Sondertilgung 6,0 Mio. € des KfW-Darlehens vorzeitig zurück.



Quelle: Greiffenberger; GBC

Prognose und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 2010	GJ 2011e (alt)	GJ 2011e (neu)	GJ 2012e (alt)	GJ 2012e (neu)
Umsatzerlöse	139,90	152,00	152,00	160,00	150,000
EBITDA (Marge)	14,39 (10,3 %)	14,72 (9,7 %)	14,72 (9,7 %)	17,00 (10,6 %)	15,45 (10,3 %)
EBIT (Marge)	7,74 (5,5 %)	8,12 (5,3 %)	8,12 (5,3 %)	10,30 (6,4 %)	8,75 (5,8 %)
Jahresüberschuss	1,84	2,90	2,90	4,83	3,73
EPS	0,41	0,60	0,60	1,00	0,77

Quelle: GBC

Umsatz- und Ergebnisprognosen - Schätzung für 2011 bestätigt

Die nun veröffentlichten Halbjahres-Zahlen der Greiffenberger AG lagen im Rahmen unserer Erwartungen. Folglich lassen wir unsere Schätzungen für das laufende Geschäftsjahr 2011 unverändert.

Wir erwarten für 2011 weiterhin einen Umsatzanstieg um 8,7 % auf dann 152,00 Mio. €. Die Gesellschaft verfügt über einen sehr hohen Auftragsbestand von knapp 50 Mio. € und auch in den ersten beiden Monaten des laufenden dritten Quartals hat sich bislang keine Abschwächung hinsichtlich des Orderverhaltens auf Kundenseite eingestellt.

Für das zweite Halbjahr 2011 rechnen wir mit einer merklichen Entspannung auf den Rohstoffmärkten. Die antizipierten sinkenden Rohstoffpreise sollte sich daher in der zweiten Jahreshälfte auf der Einkaufsseite positiv bemerkbar machen. Folglich sollte sich die Materialaufwandsquote gegenüber dem ersten Halbjahr 2011 wieder reduzieren. Zudem ist durch den nunmehr vollständig abgeschlossenen Umzug der BKP nach Velten von keinen weiteren Einmalaufwendungen auszugehen. In die hochmoderne Produktionsstätte in Velten wurden über einen Zeitraum von eineinhalb Jahren rund 7 Mio. € investiert.

Das EBITDA für 2011 sehen wir unverändert bei 14,72 Mio. €. Die Greiffenberger AG hat im Rahmen des veröffentlichten Halbjahresberichts ein EBITDA in der Spanne von 13 bis 16 Mio. € in Aussicht gestellt. Das EPS sollte sich erwartungsgemäß auf 0,60 € belaufen.

Für das kommende Geschäftsjahr 2012 haben wir unsere Umsatzschätzung auf 150,00 Mio. € (bisher: 160,00 Mio. €) reduziert. Damit tragen wir den sich eintrübenden makroökonomischen globalen Rahmenbedingungen sowie den derzeitigen Turbulenzen an den Kapitalmärkten entsprechend Rechnung.

Bei der größten Tochtergesellschaft ABM wurde in 2011 ein umfangreiches Maßnahmenpaket mit dem Namen „**Impuls 2011**“ gestartet. Das Paket umfasst eine Vielzahl an konkreten Einzelmaßnahmen. Das Programm zielt dabei auf Prozess- und Effizienzverbesserungen in den Bereichen Einkauf, Produktion und Vertrieb ab. Damit wird das Ziel verfolgt, dass ABM wieder zu der ursprünglichen Ertragsstärke zurückkehrt und sich wieder einer EBIT-Marge im höheren einstelligen Prozentbereich annähert. In der Vergangenheit konnte ABM bereits EBIT-Margen zwischen 6 und 10 % erzielen. Das Maßnahmenpaket sollte nach unserer Einschätzung bereits im kommenden Geschäftsjahr 2012 eine deutliche Verbesserung der Rentabilität bei ABM bewirken.

Bewertungsfazit

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir infolge eines geringeren risikolosen Zinssatzes mit 9,3 % (bisher: 9,4 %) errechnet. Gleichzeitig erfolgte der Roll-Over auf die neue Basis 2012. Die nachhaltige EBITDA-Marge haben wir auf 10,5 % (bisher: 10,6 %) gesenkt. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahrs 2012 entspricht als Kursziel 10,40 € (bisher: 10,94 €).

Greiffenberger AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Wertetreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

	consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	4,0%		ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	10,5%		ewige EBITA - Marge	7,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	12,0%		effektive Steuerquote im Endwert	29,0%
Working Capital zu Umsatz	16,0%			

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	
Umsatz (US)	152,00	150,00	156,00	162,24	168,73	175,48	182,50	189,80	
US Veränderung	8,7%	-1,3%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,71	2,70	2,83	2,94	3,06	3,18	3,31	3,43	
EBITDA	14,72	15,45	16,38	17,04	17,72	18,43	19,16	19,93	
EBITDA-Marge	9,7%	10,3%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	
EBITA	8,12	8,75	9,72	10,41	11,09	11,80	12,54	13,30	
EBITA-Marge	5,3%	5,8%	6,2%	6,4%	6,6%	6,7%	6,9%	7,0%	7,0%
Steuern auf EBITA	-1,62	-2,54	-2,82	-3,02	-3,22	-3,42	-3,64	-3,86	
zu EBITA	20,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
EBI (NOPLAT)	6,50	6,21	6,90	7,39	7,88	8,38	8,90	9,45	
Kapitalrendite	8,4%	7,9%	8,7%	9,2%	9,7%	10,2%	10,7%	11,2%	11,2%
Working Capital (WC)	23,00	23,50	24,96	25,96	27,00	28,08	29,20	30,37	
WC zu Umsatz	15,1%	15,7%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Investitionen in WC	-2,22	-0,50	-1,46	-1,00	-1,04	-1,08	-1,12	-1,17	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	56,00	55,50	55,20	55,20	55,20	55,20	55,20	55,31	
AFA auf OAV	-6,60	-6,70	-6,66	-6,62	-6,62	-6,62	-6,62	-6,62	-6,62
AFA zu OAV	11,8%	12,1%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Investitionen in OAV	-5,66	-6,20	-6,36	-6,62	-6,62	-6,62	-6,62	-6,73	
Investiertes Kapital	79,00	79,00	80,16	81,16	82,20	83,28	84,40	85,68	
EBITDA	14,72	15,45	16,38	17,04	17,72	18,43	19,16	19,93	
Steuern auf EBITA	-1,62	-2,54	-2,82	-3,02	-3,22	-3,42	-3,64	-3,86	
Investitionen gesamt	-7,87	-6,70	-7,82	-7,62	-7,66	-7,70	-7,75	-7,90	
Investitionen in OAV	-5,66	-6,20	-6,36	-6,62	-6,62	-6,62	-6,62	-6,73	
Investitionen in WC	-2,22	-0,50	-1,46	-1,00	-1,04	-1,08	-1,12	-1,17	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	5,22	6,21	5,74	6,39	6,84	7,30	7,78	8,17	108,80
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	92,28	94,63							
Barwert expliziter FCFs	33,82	30,75							
Barwert des Continuing Value	58,45	63,88							
Nettoschulden (Net debt)	47,01	44,30							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	45,26	50,33							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	45,27	50,33							
Ausstehende Aktien in Mio.	4,839	4,839							
Fairer Wert der Aktie in EUR	9,35	10,40							

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,56
Eigenkapitalkosten	11,6%
Zielgewichtung	60,0%
Fremdkapitalkosten	7,5%
Zielgewichtung	40,0%
Taxshield	22,5%
WACC	9,3%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

WACC

Kapitalrendite	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%
7,2%	6,37	5,47	4,69	4,02	3,44
9,2%	9,87	8,62	7,54	6,62	5,81
11,2%	13,37	11,77	10,40	9,22	8,19
13,2%	16,87	14,92	13,26	11,82	10,57
15,2%	20,36	18,07	16,11	14,42	12,94

Fazit

Wachstum von über 17 % im 1. HJ 2011; Gute Auftragslage; Kursziel 10,40 €

Die Greiffenberger AG kann auf ein dynamisches Umsatzwachstum in den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres zurückblicken. Dabei wurde der Zuwachs von allen drei Tochterunternehmen mitgetragen. Das operative Ergebnis lag im ersten Halbjahr 2011 hingegen leicht unter dem Vorjahresniveau. Ursächlich für den Rückgang waren vornehmlich die gestiegenen Rohstoffpreise sowie Aufwendungen bei der BKP im Zusammenhang mit dem Umzug der Räumlichkeiten von Berlin nach Velten.

Unsere Schätzungen für 2011 haben wir vor dem Hintergrund des ersten Halbjahres sowie dem sehr komfortablen Auftragsbestand bestätigt. Die Ordereingänge haben sich nach Vorstandssangaben auch in den Monaten Juli und August erfreulich entwickelt. Eine Entspannung auf den Rohstoffmärkten sowie der nunmehr abgeschlossene Umzug der BKP sollten sich nach unserer Einschätzung in der zweiten Jahreshälfte auf der Ergebnisseite positiv bemerkbar machen. Für 2011 rechnen wir mit einem unveränderten EBITDA in Höhe von 14,72 Mio. €. Der Vorstand hat eine EBITDA-Spanne von 13 bis 16 Mio. € in Aussicht gestellt. Für das kommende Geschäftsjahr 2012 haben wir unsere Schätzungen leicht nach unten angepasst. Damit tragen wir einer erwarteten Abschwächung des konjunkturellen Umfelds Rechnung.

Wir bestätigen hiermit unsere Kaufempfehlung für die Aktie der Greiffenberger AG. Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir ein Kursziel in Höhe von 10,40 € (bisher: 10,94 €) errechnet. Ausgehend vom derzeitigen Aktienkurs errechnet sich noch ein deutliches Kurspotential von rund 70 %. Insbesondere vor dem Hintergrund des jüngsten Kursrückgangs bietet sich somit nach unserer Einschätzung eine gute Einsteigsmöglichkeit.

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 Wertpapierge setze 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-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/
frmArticleID/47/](http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/)**

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 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 automatischen 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/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

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

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

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

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- 5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche 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

Felix Gode, 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



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