

22. August 2012

Small Cap | Europe | Germany

DR. KALLIWODA
RESEARCH GmbH

Anleihen Research

Erstbewertung

Outperformer

Branche	Automobile/Maschinen
Land	Deutschland
ISIN	DE000A1K0FF9
WKN	A1K0FF
Website	www.gif.de

Anleihe

Kupon	8,50
Zahlungstermin	jährlich am 20. Sep.
Laufzeit	5 Jahre
Fälligkeit	20. Sep. 2016
Volumen	15,0 Mio.
Währung	Euro
Rendite in %	9,86
Stückzinsen in %	7,18

Anleihen Kurs

aktueller Kurs	95,80
52 W. Hoch	101,00
52 W. Tief	90,00

Kursverlauf

1 Monat	-0,20%
3 Monate	-2,99%
6 Monate	-0,20%

Rating

Creditreform AG	BB+
-----------------	-----

GIF - Anleihen Kurs



Analyst:

Dr. Norbert Kalliwoda
Email: nk@kalliwoda.com

Phone: +49 69 97 20 58 53
www.kalliwoda.com

Gesellschaft für Industrieforschung mbH

- Die Unternehmung hat eine Anleihe mit einem Maximalvolumen von 15 Mio. Euro emittiert. Diese läuft seit dem 20. September 2011 und wird mit einer Laufzeit von fünf Jahren am 20. September 2016 fällig. Der Kupon beträgt 8,50 % pro Jahr und wird jeweils am 20. September ausgezahlt.
- Das Geschäftsmodell der Gesellschaft für Industrieforschung mbH [GIF] beinhaltet neben ihrem Kerngeschäft „Erprobung (Testing)“, ebenfalls die Bereiche „Produkte (Products)“, „Getriebeentwicklung (Engineering)“ und „Forschung und Entwicklung (R&D)“.
- Durch eine organische Wachstumsstrategie auf dem deutschen und speziell auf dem asiatischen Markt, kann die GIF ihre Positionierung auf dem deutschen Heimatmarkt stetig verbessern und vom starken Wachstum der asiatischen Märkte profitieren. Auf dem nord-amerikanischen Markt konnte die GIF noch keinen Fuß fassen.
- Die erwartete Abkühlung des deutschen Automobilmarktes 2012 kann die GIF durch eine gute Auftragslage sowie eine verbesserte Positionierung auf dem asiatischen Markt mehr als kompensieren. 2012 wird mit einem prognostizierten Rekordumsatz von 55 Mio. Euro gerechnet.
- Resultierend aus hohen Capital Expenditures (CapEx) und hohen Abschreibungen sind sowohl die Free Cashflows als auch die Nettoergebnisse der letzten Jahre durch teilweise negative Zahlen etwas eingetrübt. Wie der stabile Umsatz der letzten Jahre und der Rekordumsatz in 2012 zeigen, generiert der hohe Investitionsinput jedoch ein stetig wachsendes Output.
- Aufgrund der Analyse von Finanz-, Ertrags- und Vermögenslage glauben wir, dass das aktuelle Rating mit BB+ die Lage der Unternehmung korrekt widerspiegelt. Die Bonität der Anleihe liegt über dem Marktdurchschnitt.

TEUR	2010	2009	2008
Gewinn- und Verlustrechnung			
Umsatz	38.212	42.034	43.335
EBITDA	6.909	9.508	6.876
EBIT	12.027	7.539	11.058
Nettoergebnis	(830)	1.927	(310)
Bilanz			
Anlagevermögen	41.038	42.639	38.651
Umlaufvermögen	16.979	16.020	14.721
Eigenkapital (akkumuliert) ¹	18.406	17.038	15.636
Rentabilität:			
ROCE	6,3%	13,1%	9,4%
RONOA	4,9%	9,1%	5,0%
EBITDA - Marge	18,1%	22,6%	15,9%
Umsatzrendite	-2,2%	4,6%	-0,7%
Zahlungsfähigkeit:			
EBITDA - Zinsdeckungsgrad	2,19	3,24	2,39
Current Ratio	0,80	0,71	0,76

¹akkumuliert: gesamtes risikotragendes Kapital (vgl. S. 10)

Inhaltsverzeichnis

1	SWOT Analyse	3
2	Risikoprofil des Unternehmens	4
2.1	Unternehmensprofil.....	4
2.2	Geschichte	4
2.3	Produkte und Dienstleistungen	4
2.4	Konzernstruktur	6
2.5	Marktumfeld.....	7
2.6	Kapitalstruktur	9
3	Aktueller Geschäftsgang und Ausblick.....	10
4	Finanzanalyse	12
4.1	Überblick über die Finanzlage	12
4.2	Finanzkennzahlen	14
4.3	Kenndaten zur Zahlungsfähigkeit der GIF bzgl. Zinsen und Anleihen	14
4.4	Verwendung des Anleihenkapitals.....	15
5	Peer – Vergleich: Mitec.....	15
6	Abstimmung des aktuellen Creditrating	16

1 SWOT Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - Starke Ausrichtung auf kundenspezifische Anforderungen - Hohe Branchenkenntnis und internes Know-How (erfahrene Geschäftsführung) - starke Entwicklungen (KGR, CFF, etc...) mit hohem Marktpotential - Weltweit vertreten speziell im „emerging market“ China/Asien - Gute Auftragslage/Kapazitätenauslastung - Gute Reputation auf Absatzmärkten 	<ul style="list-style-type: none"> - Liquiditätsprobleme in den letzten Jahren (Current Ratio 80%, 2010)
Chancen	Gefahren
<ul style="list-style-type: none"> - Steigende Nachfrage auf neuen Märkten (China/Asien) - Sehr wenig Konkurrenz im Kerngeschäftsbereich Erprobung (Testing) durch hohe Kapazitätenverfügbarkeit - Hohes Potenzial der Tochter GRC auf dem chinesischen Markt durch guten Marktzugang - Neu entstehende Niederlassung in Kassel erhöht Präsenz auf dem deutschen Absatzmarkt 	<ul style="list-style-type: none"> - Belastung der Automobilindustrie durch steigende Rohstoffpreise - Belastung der Automobilindustrie durch unsichere Gesamtwirtschaftslage (volatile Kapitalmärkte, erschwerte Kapitalbeschaffung) - Entwicklungen sind noch am Markt zu etablieren - Hohe Abhängigkeit von Automobilherstellern (Auftraggeber)

2 Risikoprofil des Unternehmens

2.1 Unternehmensprofil

Die GIF – Gesellschaft für Industrieforschung mbH agiert seit 1987 als Entwicklungspartner der Automobilindustrie mit dem Schwerpunkt in den Bereichen Getriebeentwicklung, Getriebesteuerung und -modellierung, Getriebeversuche, Fahrzeugversuche sowie Mess- und Automatisierungstechnik.

Die Unternehmung umfasst außer dem Kerngeschäft „Erprobung (Testing)“ mit weltweit 120 Prüfständen und einem Umsatzanteil von 71,4% (2011), ebenfalls die Geschäftssegmente „Produkte“, „Engineering“ und „Forschung und Entwicklung (R&D)“.

Neben dem Hauptsitz in Alsdorf, befinden sich weitere Niederlassungen in Aachen, Wolfsburg, Suzhou (China), Hongkong, Tokio (Japan), Alexandria (USA), sowie in Südkorea.

2.2 Geschichte

- 1986 Gründung der Gesellschaft für Industrieforschung mbH
- 1987 Erster Prüfstand wird in Betrieb genommen
- 1995 Einstieg in die Entwicklung des Kegelringgetriebes
- 2000 Expansion in den Bereich „Kundengetriebeentwicklung“
- 2006 Gründung GRC – GIF Research Center in Suzhou (China)

2.3 Produkte und Dienstleistungen

Erprobung (Testing)

Im Kerngeschäftssegment „Erprobung (Testing)“ erzielt die GIF, unter anderem durch die hohe Zahl von über 120 Prüfständen, den größten Anteil ihres Umsatzes.

Dieses Segment beinhaltet Getriebeversuche für jede Fahrzeug-Leistungsklasse an Antriebsstrangprüfständen, Fahrzeugversuche mit Hilfe von Rollenprüfständen und der eigenen Teststrecke, sowie Bremsenprüfungen auf Spezialprüfständen.

Spezialprüfstände für Untersuchungen des Akustik- und Schwingungsverhalten in Fahrzeugen und Komponentenprüfstände für Test- und Entwicklungsmöglichkeiten vervollständigen das Dienstleistungs-Portfolio.

Zusätzlich werden in diesem Segment Fahrzeugausrüstung (Bestückung von Testfahrzeugen mit Messelektronik und Durchführung von Testfahrten), Elektronik (Entwicklung elektronischer Messsysteme) und Getriebebeschaltanalyse (Erfassung und Bewertung objektiver Kenngrößen innerer und äußerer Schaltungen von Fahrzeuggetrieben) angeboten.

Produkte (Products)

Dieses Geschäftssegment umfasst die Entwicklung und Produktion von Mess- und Testsystemen, sowie Konstruktion und Vertrieb von Prüfständen, Spezialmesstechnik und der entsprechenden Software.

Im Bereich der Messtechnik gestaltet die GIF kundenspezifische drehmomentmesstechnische Komponenten zur Bewältigung von Aufgaben speziell im Bereich des Prüfstands- und Fahrzeugwesens. Ebenfalls zählen andere Messsysteme dazu, welche zur schwingungstechnischen Überwachung und Datenerfassung dienen.

Im Bereich Testsysteme werden komplexe Hard- und Softwareplattformen und Gesamtkonzepte zur Automatisierung von Prüfständen entwickelt, sowie Prüfablaufsoftware auf der Basis des GIF-Systems „PDES“ erstellt.

Das Leistungsspektrum deckt die Konstruktion, Herstellung, Lieferung und Installation von kundenspezifischen Antriebsstrang- und Getriebepfständen ab.

Getriebeentwicklung (Engineering)

Im Geschäftsbereich „Getriebeentwicklung (Engineering)“ entwickelt und konstruiert GIF Getriebe und Getriebekomponenten im Kundenauftrag.

Die GIF übernimmt dabei sowohl die Konstruktion und Fertigung von Prototypen als auch die Überprüfung und Steuerung bis zur Serienreife des kompletten Getriebes.

Forschung und Entwicklung (R&D)

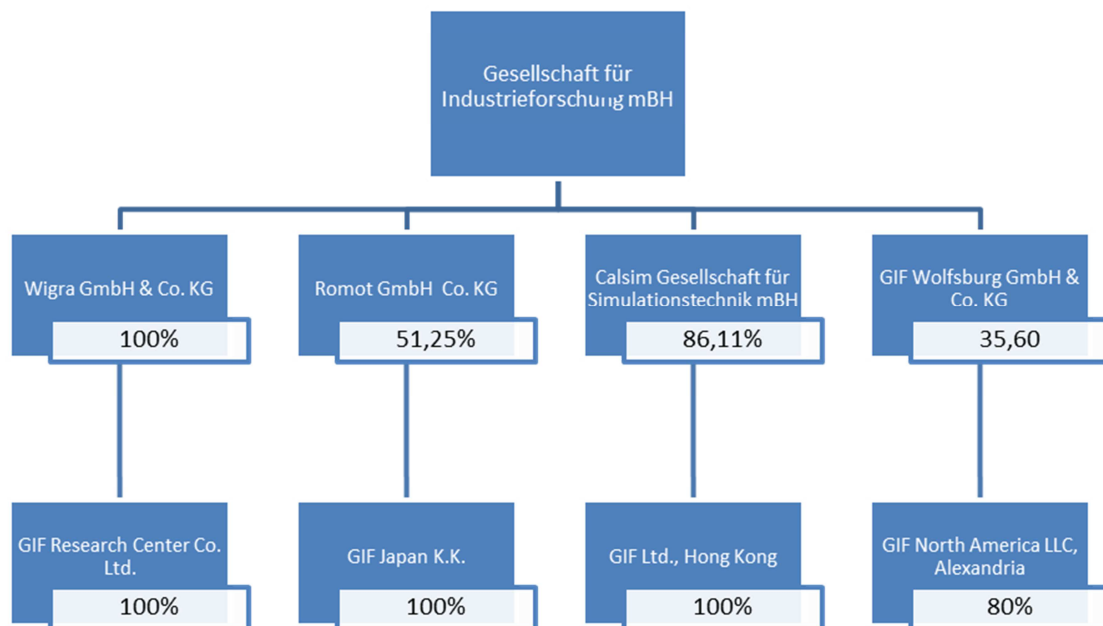
Im Geschäftssegment „Forschung und Entwicklung (R&D)“ entwickelt die GIF innovative Antriebsstranglösungen bis zur Serienreife.

Diese Vielzahl an Erfindungen ist durch nationale und internationale Patente geschützt. Zu diesen Entwicklungen gehören:

- das stufenlose Fahrzeuggetriebe (Kegelringgetriebe) - Automatikgetriebe mit hoher Performance bei niedrigen Herstellkosten für kleinere und mittlere Fahrzeugklassen
- die Kupplungsbestätigung (CCF - Controlled Clutch Forces) – rein mechanisches System zur Pedalkraftunterstützung
- die Einwellenschaltung (EWS) - neuartiges Schaltsystem der inneren Schaltung zur Applikation in manuellen und automatisierten Handschaltgetrieben
- der mechanische Torsionsdämpfer (MTD)
- der Axialkolbenantrieb

2.4 Konzernstruktur

Nachfolgend ist die Konzernstruktur der Gesellschaft für Industrieforschung mbH dargestellt. Dabei wurden nur die Töchter berücksichtigt, welche in die Vollkonsolidierung einbezogen worden sind.



Quellen: GIF, Dr. Kalliwoda | Research ©

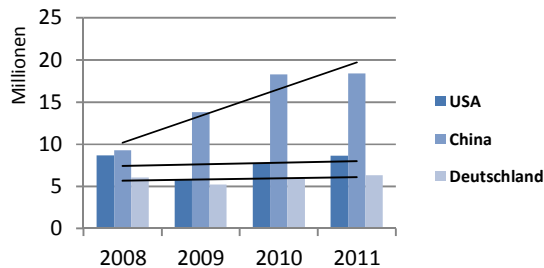
Folgende Tochtergesellschaften (Beitteilung in %) wurden nicht aufgezählt / konsolidiert:

- Rohs-Voigt Patentverwertungsgesellschaft mbH (50%)
- Mess- und Prüfzentrum Kraftfahrzeugtechnik Alsdorf GmbH (24,80%)
- GIF-Wolfsburg Beteiligungsgesellschaft mbH (60%)
- Fokana Ltd. (65%)
- Laser Bearbeitungs- und Beratungszentrum NRW GmbH (10%)

2.5 Marktumfeld

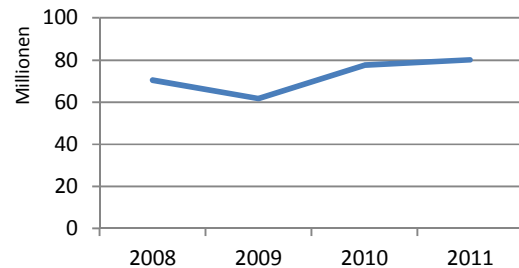
Nachdem 2009 die Produktion von Kraftfahrzeugen in Europa und den USA eingebrochen war, stiegen die Produktionszahlen 2010 und 2011 wieder stark an. Weltweit wurden 2011 80,1 Mio. Fahrzeuge produziert. Dies entspricht einem Wachstum von 3,1% zum Vorjahr und sogar von 29,8% seit 2009.

Entwicklung Automobilmarkt - regional



Quelle: OICA

Entwicklung Automobilmarkt - global



Quelle: OICA

Wie die vorstehenden Grafiken zeigen, ist seit 2009 in den USA (\emptyset 25,49% p.a.), in China (\emptyset 16,78% p.a.) sowie global (\emptyset 14,9% p.a.) ein klarer Aufwärtstrend erkennbar, welcher sich auch in den nächsten Jahren in steigenden Produktionszahlen widerspiegeln wird. Für den deutschen Markt wird für 2012 ein leichter Rückgang der Absatzzahlen erwartet, jedoch ist davon auszugehen, dass auch die deutschen Automobilhersteller durch steigende Weltmarktanteile vom globalen Wachstum profitieren werden. In den Jahren nach 2012 wird auch auf dem deutschen Markt wieder von steigenden Produktionszahlen ausgegangen.

Die akkumulierten Auftragseingänge (rechte Grafik) bestätigen die stabilen Umsätze der vergangenen Jahre. Aufgrund des stetigen Wachstums der Automobilbranche rechnet die Gesellschaft für Industrieforschung mbH durch ihre Marktpräsenz auch in den kommenden Jahren mit einer soliden Auftragslage.

KUMMULIERTE AUFTRAGSEINGÄNGE



Quelle: GIF

Mit den Standorten in Suzhou (China), in Hongkong und in Tokio (Japan) hat die GIF in den letzten Jahren einen guten Zugang zum asiatischen Markt geschaffen. Sowohl durch Aufträge von deutschen OEMs sowie auch von chinesischen und japanischen Automobilherstellern besteht für die GIF eine optimale Ausgangslage, um die potentiellen Margen dieses Wachstumsmarktes in den nächsten Jahren abzuschöpfen. Nach wie vor sind jedoch Investitionen nötig, um vor allem in Suzhou die Anlagen effizient zu nutzen.

Kritischer zu beurteilen ist der Standort der GIF North America LLC. in Alexandria (USA), welcher in den letzten Jahren Verluste erzielte (2009: USD -79899,17; 2010: USD -52704,27).

Trotz Erholung des US-Amerikanischen Automobilmarktes seit 2010, werden bei der GIF North America auch für 2011 rote Zahlen erwartet, weshalb die Erhaltung dieses Standorts fraglich bleibt. Ob Gif auf diesem Markt noch Fuß fasst, bleibt abzuwarten; aktuell ist diese Problematik des Standorts in den USA mit nur zwei Mitarbeitern im Gesamtbild vernachlässigbar.

Innerhalb dieser Rahmenbedingungen kann der GIF eine solide Wettbewerbsposition zugesprochen werden, durch welche auch auf langer Sicht nachhaltige Gewinne möglich sind.

Verstärkt wird diese Positionierung durch Wettbewerbsvorteile im Kerngeschäft „Erprobung (Testing)“ aufgrund von Kapazitätsvorteilen mittels der hohen Zahl an Prüfständen, sowie durch erfolgsversprechende Entwicklungen (Kegelring-Getriebe, Einwellenschaltung, Axialkolbenmotor).

Die nachfolgende Tabelle zeigt die wichtigsten Marktteilnehmer der Branche:

Tabelle 1 - Marktteilnehmer der Branche nach Umsatz (in TEUR) und Mitarbeiter

Name	Umsatz	Mitarbeiter	Umsatz pro Mitarbeiter
1 FEV – Forschungsgesellschaft für Energietechnik und Verbrennungsmotoren GmbH	200.000	1800	111
2 GIF – Gesellschaft für Industrieforschung mbH	47.500	450 (470e)	105 (117e)
3 AFT – Atlas Fahrzeugtechnik GmbH (Schaeffler Gruppe)	13.500	130	104
4 FKFS – Forschungsinstitut für Kraftfahrwesen und Fahrzeugmotoren	13.000	130	100
5 IAV GmbH – Ingenieurgesellschaft Auto und Verkehr	375.000	3850	97
6 Fka – Forschungsgesellschaft Kraftfahrwesen mbH Aachen	95.000	140	85

Quellen: GIF, Dr. Kalliwoda | Research © 2012. (e) = erwartete Zahlen für 2012

Erfolgsfaktoren des Erprobung (Testing) - Marktes

1. Abhängigkeit von Auftraggebern (Automobilhersteller)

Da die Ertragslage im Kerngeschäftssegment Erprobung (Testing) stark von den großen Automobilherstellern abhängt, sind eine stabile Auftragslage sowie gute Kundenbeziehung essentiell für eine erfolgreiche Marktpositionierung. Durch gefestigte Kundenbeziehungen und durch Kundenverträge können nachhaltige Vorteile auf dem Erprobungsmarkt geschaffen werden.

2. Kapazitäten / Anzahl Prüfstände

Damit auch quantitativ umfangreiche Kundenaufträge von großen Automobilherstellern angenommen werden können, bedarf es hoher Kapazitäten an Prüfständen, um den Anforderungen gerecht zu werden und die Aufträge erfolgreich durchzuführen. Durch eine hohe Anzahl an Prüfständen kann man sich demnach große Kundenaufträge sichern.

3. Know/How

Internes Mitarbeiter Know How sowie ein erfahrenes Management sind wesentliche Faktoren, um eine gute Marktpositionierung auf dem Erprobung (Testing) – Markt zu erreichen. Besonders in den „emerging markets“ (bspw. China) kann dadurch ein erheblicher Wettbewerbsvorteil geschaffen werden.

2.6 Kapitalstruktur

Die Familie Rohs (50%) und Familie Voigt (30%) halten zusammen 80% an der Muttergesellschaft, wodurch die operative Tätigkeit der Gesellschaft gesamtheitlich durch die Familien Rohs und

Voigt gewährleistet ist. Einzig Beschlüsse, welche der Zustimmung von mehr als 80% bedürfen (Veräußerung / Auflösung der Gesellschaft, Aufnahme neuer Gesellschafter, etc...) können nicht eigenständig getroffen werden.

Die Gesellschaft für Industrieforschung mbH hat in den vergangenen Jahren eine Umstrukturierung der Gesellschaftsfinanzierung in die Wege geleitet, um die Liquiditätslage langfristig zu verbessern und zu stabilisieren.

Dabei sollen seit 2009 zunehmend Bankkredite amortisiert werden und durch alternative Finanzierungslösungen ersetzt werden. 2012 wurde durch die Emission der Anleihen und durch einen Kapitalvertrag mit der Patrimonium AG über 7 Mio. Euro der Großteil der Bankkredite umgeschuldet

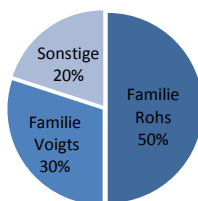
Dadurch hat die GIF mittlerweile weitestgehend eine Unabhängigkeit von Bankverbindlichkeiten erreicht.

Aktuell profitiert die GIF noch von einem Mezzanine Kredit in Höhe von 5 Mio. Euro, welcher jedoch Ende Dezember fällig wird. Durch die erwarteten Erträge 2012 wird eine Ablösung unproblematisch.

Momentan beträgt das Volumen der ausgegebenen Anleihen 3,3 Mio. Euro.

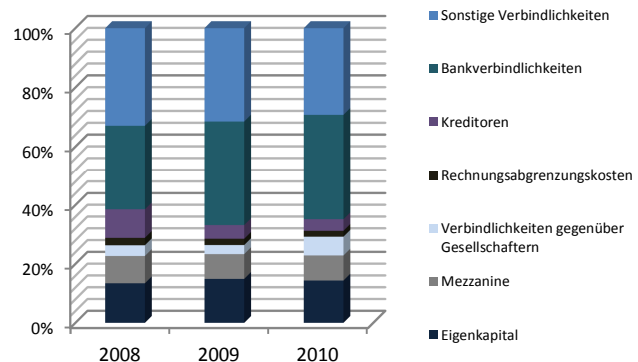
Shareholder Struktur

Stammkapital vor 08.2011: € 8,8 Mio.
Stammkapital nach 08.2011: € 11,5 Mio.



Quelle: GIF, Dr. Kalliwoda | Research © 2012

Kapitalstruktur

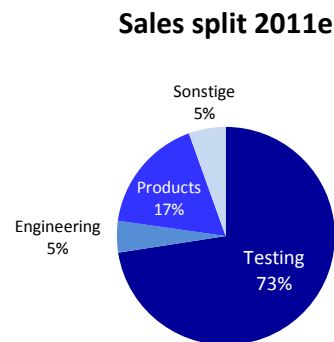
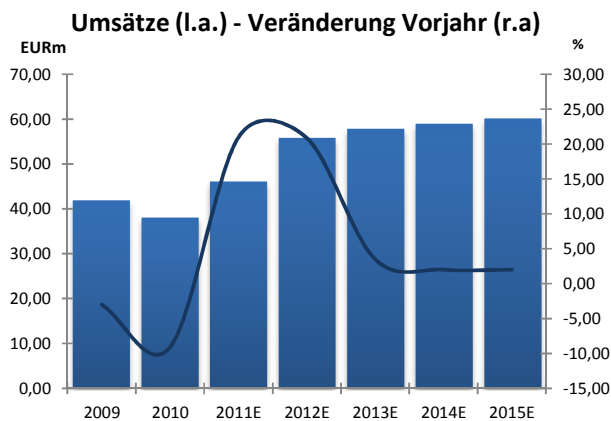


Quelle: GIF, Dr. Kalliwoda | Research © 2012

3 Aktueller Geschäftsgang und Ausblick

Ertragslage

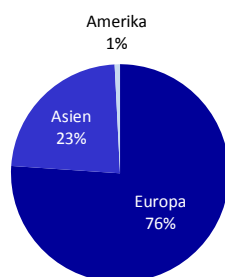
Die letzten Jahre konnte die GIF konstante Umsätze erwirtschaften, welche jedoch wechselhaft keinen klaren Wachstumstrend anzeigten. 2011 deutet der Umsatz von 43,3 Mio. € im Jahresbericht der GIF an, dass auch der Umsatz im Konzern einen ähnlichen Wert erreicht und die jeweiligen Umsätze der letzten Jahre übertrifft.



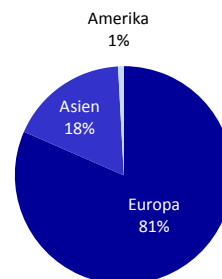
Der Umsatz im Kerngeschäft „Erprobung (Testing)“ ist die letzten Jahre stetig gewachsen. Aktuelle Zahlen von 2012 ermöglichen eine Prognose, nach welcher die GIF in 2012 erneut einen Rekordumsatz von 55 Mio. € erwirtschaftet. Dies ist sowohl auf einen weiter wachsenden Umsatz im Bereich „Erprobung (Testing)“ wie auch auf eine gute Auftragslage im Segment „Engineering“ zurückzuführen.

Im Jahr 2011 steigerte sich der Anteil der Division „Erprobung (Testing)“ um 13 % auf 72,5 % des Gesamtumsatzes. Die Division „Produkte (Products)“ konnte mit 17,3 % ebenfalls leicht zulegen.

Sales split 2010



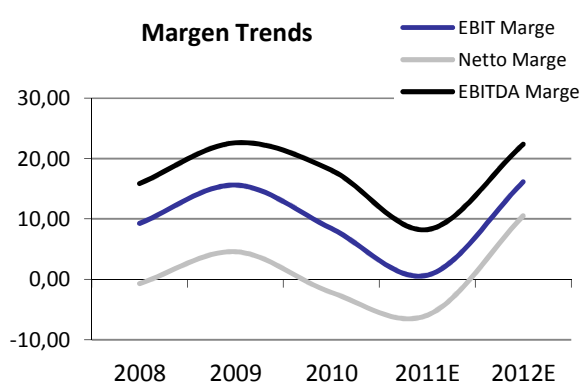
Sales split 2011e



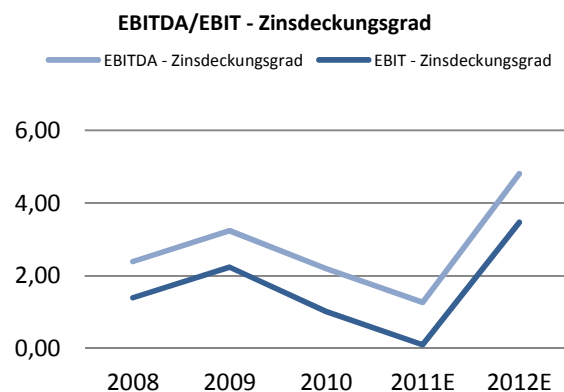
Die vorstehenden Grafiken bestätigen die Positionierung der GIF auf den regionalen Märkten. Mit 81% liegt der Hauptmarkt ganz klar in Europa. Mit 18% ist der Anteil des Umsatzes, welcher aus Asien kommt, um 5% gegenüber dem Vorjahr gesunken. Dieser leichte

verhältnismäßige Rückgang ist zum einen auf ein starkes Jahr der Automobilbranche in Deutschland zurückzuführen, bestätigt zudem aber den bleibenden Investitionsbedarf für eine effizientere Kapazitätenauslastung in Suzhou (China).

Trotz der stetigen Auftragslage und den daraus folgenden stabilen Umsätzen wiesen das EBIT und das Nettoergebnis Schwankungen auf, sodass die Betrachtung dieser Werte zu keiner eindeutigen Beurteilung der Ertragslage führen kann. Das EBITDA der vergangenen Jahre belegt, dass diese Volatilität der Ergebnisse nicht aus der reinen Geschäftstätigkeit resultiert, sondern durch Abschreibungen, durch das Finanzergebnis sowie durch außerordentliche Aufwendungen zustande gekommen ist. 2011 wurden hohe Abschreibungen (5,5 Mio.) bei einer Tochtergesellschaft vorgenommen, wodurch das Ergebnis stark beeinträchtigt wurde.



Dr. Kalliwoda | Research © 2012



Dr. Kalliwoda | Research © 2012

Ebenso positiv zu beurteilen ist der operative Cashflow der vergangenen Jahre, welcher 2009 und 2010 gute Werte aufzeigt. Hohe CapEx in den jeweiligen Jahren führen jedoch zu einem hohen Kapitalabfluss aus Investitionstätigkeit, woraus ein negativer Free Cashflow resultiert. Die erfolgreiche Auftragslage und die erwarteten Erträge 2012 zeigen aber, dass die Investitionen bereits positive Wirkung entfalten und in den kommenden Jahren die Ertragslage von GIF stark verbessern.

Finanz- / Vermögenslage

Bei Betrachtung der Finanzlage fällt auf, dass GIF eine niedrige Eigenkapitalquote (ca. 14 %; 2010; mit Buchwert des Eigenkapitals) aufzeigt. Zwar wurde 2011 das gezeichnete Aktienkapital auf 11,5 Mio. erhöht, dennoch muss ein anlageintensives Industrieunternehmen wie GIF großteils durch risikotragendes Kapital abgesichert sein, was eine hohe Eigenkapitalquote unumgänglich macht. GIF hat an dieser Problematik in den letzten Jahren gearbeitet, indem die Höhe an Bankverbindlichkeiten stetig reduziert und durch längerfristiges Kapital ersetzt wurde. Kredite bei Gesellschaftern, das Mezzanine Kapital in Höhe von 5 Mio. und Investitionszulagen (Rechnungsabgrenzungsposten) erhöhen das risikotragende Kapital. Bei Akumulation dieser Passivposten zum Eigenkapital, betrug bereits 2010 die Eigenkapitalquote ca. 30 %. Der Verschuldungskoeffizient betrug 2010 mit akumulierte Eigenkapital 207,52 % bei einer Nettoverschuldung von 38,19 Mio. Euro.

Durch eine weitere Umstellung der Finanzierung von Bankkrediten auf alternative Kapitalverträge, durch die Ausgabe der Anleihen und durch eine stabile Ertragslage kann in 2012 und in den folgenden Jahren von einer stabilen Finanzlage ausgegangen werden.

Ausgehend von diesen Erwartungen ist auch von einer Verbesserung der Zinsdeckungsgrade auszugehen, wodurch die Begleichung von Zinszahlungen auch in den kommenden Jahren als sicher einzustufen ist.

Das Geschäftsjahr 2012 wird als Rekordjahr für GIF prognostiziert. Nachdem das operative Geschäft bereits in den vergangenen Jahren konstant gute EBITDA – Werte aufzeigte, wird 2012 ein Rekordhoch von € 12 Mio. erwartet.

Nach und nach deutet sich an, dass sich die Investitionen in den asiatischen Markt bewähren.

Diese Marktpotentiale bestärken die Wachstumsstrategie der GIF in China / Asien, welche die Ziele höherer verfügbarer Kapazitäten sowie einer Effizienzsteigerung durch bessere Kapazitätsauslastung verfolgt.

4 Finanzanalyse

4.1 Überblick über die Finanzlage

Die Gesellschaft für Industrieforschung erstellt ihren Jahresabschluss nach den Richtlinien des HGBs. In den nachstehenden Tabellen findet sich eine Zusammenfassung der Finanzberichterstattung.

Tabelle 2 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung (TEUR)	2010	2009	2008
Umsätze	38.212	42.034	43.335
Gesamtleistung	44.416	51.225	52.844
Materialaufwand	(8.784)	(15.297)	(20.248)
Personalaufwand	(18.735)	(19.126)	(17.932)
Sonstige Aufwendungen	(9.988)	(7.294)	(7.788)
EBITDA	6.909	9.508	6.876
Abschreibungen	(3.691)	(2.939)	(2.861)
EBIT	3.218	6.569	4.015
Zinsaufwände	(3.154)	(2.938)	(2.873)
Zinserträge	187	212	191
Außerordentliche Aufwände	(590)	(492)	-
Earnings before taxes (EBT)	(339)	3.350	1.333
Steuern	(259)	(1.294)	(927)
Anteile Dritter	(232)	(130)	(716)
Nettoergebnis	(830)	1.927	(310)

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

Tabelle 3 Bilanz

Bilanz (TEUR)	2010	2009	2008
Anlagevermögen	41.039	42.639	38.651
Sachanlagen	4.315	4.551	722
Immaterielle Vermögenswerte	31.989	32.531	32.502
Finanzanlagen	4.735	5.557	5.426
Umlaufvermögen	16.979	16.020	14.139
Vorräte	9.024	12.379	11.691
Forderungen	7.516	3.158	936
Flüssige Mittel	440	483	1.512
Sonstige	906	1.035	1.412
Total Aktiven	58.925	59.694	54.201
Eigenkapital (akkumuliert)	18.406	17.038	15.636
Rückstellungen	3.316	2.823	2.332
Betriebliche Verbindlichkeiten	2.320	2.777	5.256
Andere Verbindlichkeiten	34.883	37.056	30.977
Total Passiven	58.925	59.694	54.201

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

Tabelle 4 Kapitalflussrechnung

Cash Flow figures (TEUR)	2010	2009
Nettoergebnis	(830)	1927
Abschreibungen	(3691)	(2939)
Cash Flow aus Geschäftstätigkeit	625,95	874,1
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	(1963)	(6814)
<i>Free Cash Flow</i>	<i>(1337,05)</i>	<i>(5939,9)</i>
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	1668	4963
Total CF	330,95	(976,9)

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

4.2 Finanzkennzahlen

Wir betrachten einige Finanzkennzahlen, um die finanzielle Situation besser zu beurteilen. Dabei liegt der Fokus auf der Analyse, inwiefern die GIF Schulden (Zinsen, Anleihen, etc.) begleichen kann.

Tabelle 5 Finanzkennzahlen in der Entwicklung

Kennzahl	2010	2009	2008	Ø
Umsatz (TEuro)	38212	42034	43335	41194
Bruttomarge	93,2%	85,5%	75,2%	84,6%
EBIT Marge	9,3%	15,6%	8,4%	11,1%
EBITDA Marge	18,1%	22,6%	15,9%	18,9%
Umsatzrendite	-2,2%	4,6%	-0,7%	0,6%
Return on capital employed (ROCE)	6,3%	13,1%	9,4%	9,6%
Return on equity (ROE)	-4,5%	8,4%	-2,0%	0,6%
Return on net operating assets (RONOA)	4,9%	9,1%	5,0%	6,3%
Nettoverschuldungsgrad (EK - akkumuliert)	207,5%	220,1%	201,0%	209,56%
Nettofinanzschulden / EBITDA	5,53	3,94	4,57	4,68
Nettoverschuldung	38196,43	37507,39	31436,39	35713,40
EK - Quote (akkumuliert)	31,2%	28,5%	28,8%	29,9%
Anlagedeckungsgrad 2	91,69%	85,05%	90,16%	88,97%
Investitionskosten (CapEx) (TEuro)	-2235,00	-7122,00	-	-4678,50
CapEx / Sales	5,8%	16,9%	-	11,4%
EBITDA - Zinsdeckungsgrad	2,19	3,24	2,39	2,61
EBIT - Zinsdeckungsgrad	1,02	2,24	1,40	1,55
Current Ratio	0,80	0,71	0,76	0,76

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

4.3 Kenndaten zur Zahlungsfähigkeit der GIF bzgl. Zinsen und Anleihen

- Margen- und Rentabilitätskennzahlen im Durchschnitt stabil

Sowohl die Margen als auch die Rentabilitätskennzahlen zeigen im Durchschnitt der letzten Jahre (2008-2010) stabile Werte auf. Zwar war das Nettoergebnis teilweise negativ, jedoch zeigen die Werte des EBITs und des EBITDAs, dass das operative Geschäft rentabel ist.

Das Management konnte trotz Finanzkrise und daraus folgenden Liquiditätsproblemen der Unternehmung konstante Erträge erzielen und die Finanzlage stabilisieren.

- EBIT – / EBITDA – Zinsdeckungsgrad

GIF weißt in allen Jahren stabile Zinsdeckungsgrade auf. EBITDA sowie EBIT können die Zinsaufwände decken. Die stabile Ertragslage des operativen Geschäfts ermöglicht eine problemlose Zahlung des Zinsaufwands. Da die Anleihe größtenteils zur Umstrukturierung der Finanzschulden genutzt wird, werden die Zinszahlungen der Anleihe ebenfalls gedeckt sein. Der aktuelle Geschäftsgang (siehe Kap. 3) weist bei beiden Kennzahlen einen Verbesserungstrend auf, welcher auch in Zukunft auf stabile Zinsdeckungsgrade hindeutet.

- Finanzierungsschwäche – Anlagedeckungsgrad II / EK-Quote
Die GIF hat einen relativ niedrigen Anlagedeckungsgrad II (88,97%; avg.), welcher auf eine Schwäche der Kapitalstruktur hindeutet. Eine fristkongruente Finanzierung war in den Jahren 2008 bis 2010 nicht gewährleistet.
Diese Finanzierungsschwäche drückt sich ebenfalls in einem befriedigenden Nettoverschuldungsgrad (Net Gearing) von 209,56% (\emptyset) aus. Eine stetig steigende EK-Quote (+2,4%; 2008-2010), eine Stammkapitalerhöhung 2011 (+2,7 €Mio.) sowie die vollständige Armortisierung der Bankkredite im aktuellen Geschäftsjahr deutet auf eine erhebliche Verbesserung dieser Werte hin.
- Hoher Kapitalabfluss für Investitionen negatiert Free Cash Flow
Die operative Betriebstätigkeit von GIF äußert sich in einem soliden Kapitalzufluss aus Geschäftstätigkeit. Aus hohen Investitionskosten (\emptyset 4,7 €Mio.) resultiert ein Kapitalabfluss aus Investitionstätigkeit, welcher den operativen Kapitalzufluss übersteigt und zu einem negativen Free Cash Flow führt.
Die Investitionen generieren bereits ein Output, wie die stabile Auftragslage und die steigende Effizienz in der Kapazitätenauslastung in den Investitionsstandorten speziell in China (Suzhou) zeigen.
In Verbindung mit der sich verbessernden Ertragslage sowie der Umschuldung innerhalb der Unternehmung ist eine stabile Entwicklung der Liquiditätslage zu erwarten.

4.4 Verwendung des Anleihenkapitals

In den letzten Jahren hat GIF versucht, die Finanzierung unabhängiger von Bankkrediten zu gestalten, da diese die Liquidität der Unternehmung erheblich beeinträchtigten. Ein wichtiger Schritt dabei war die Ausgabe des „GIF Automotive Bonds“. Als alternative Finanzierungsmöglichkeit verschafft die Anleihe GIF eine stabilere Liquiditätslage, da die Tilgung auf einen Stichtag fällt und nicht schrittweise geschieht. Neben der Umschichtung des Fremdkapitals sollen mit dem zusätzlichen Kapital weitere Investitionsgelder in das GIF Research Center (GRC) nach Suzhou (China) fließen, um dort eine nachhaltige und effiziente Kapazitätenauslastung zu ermöglichen. Die Positionierung auf dem deutschen Markt wird durch einen zusätzlichen Prüfstandort in Kassel gefestigt.

5 Peer – Vergleich: Mitec

Das Ziel des Peer – Vergleichs soll sein, ein Unternehmen zu finden, welches eine ähnliche Struktur sowie ein ähnliches Tätigkeitsfeld hat. Mitec hat ebenfalls eine Anleihe emittiert wurde aber mit einem „BBB-“ durch die Creditreform AG besser geratet als GIF (BB+). Wir haben uns für Mitec entschieden, da die Unternehmung ähnliche Finanzstrukturen aufweist und im Bereich der Antriebstechnik tätig ist.

Im Folgenden werden einige Kennzahlen verglichen, um eine Aussage über die verhältnismäßige Zahlungsfähigkeit der GIF zu ermitteln bzw. ob sie Ihren Verpflichtungen aus der Anleihe nachgehen kann.

Die nachstehende Tabelle zeigt die Vergleichswerte aus dem Jahre 2010.

Tabelle 6 Peer Vergleich: GIF – MITEC

Items : 2010	GIF	Mitec	favorisierte Kennzahl
∅ Umsatzrendite (2008-2010)	0,6%	-5,5%	GIF
∅ EBITDA Marge (2008-2010)	18,9%	10,3%	GIF
∅ Return on capital employed (ROCE) (2008-2010)	9,61%	0,54%	GIF
Nettoverschuldungsgrad	207,52%	284,11%	equal
Nettofinanzschulden/EBITDA	5,53	3,05	Mitec
EBITDA - Zinsdeckungsgrad	2,61	4,71	Mitec
Current Ratio	0,80	0,59	equal

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

Der Vergleich in Tabelle 6 hat ergeben, dass die Gesellschaft für Industrieforschung mbH im Durchschnitt bessere Margen- und Rentabilitätskennzahlen aufweist.

Sowohl die Verschuldungsstruktur als auch die Liquiditätslage der Unternehmungen scheinen sich stark zu ähneln, wie der Nettoverschuldungsgrad und der Current Ratio erkennen lassen.

Sowohl der Zinsdeckungsgrad als auch der Deckungsgrad der Nettofinanzschulden weisen bei Mitec bessere Werte auf. Insgesamt lässt sich daraus schließen, dass Mitec durch die besseren Deckungsgrade im Bezug auf die Anleihe und deren Zinszahlungen eine geringere Zahlungsausfallwahrscheinlichkeit hat.

Durch gute Rentabilitätszahlen kann GIF im Vergleich mit Mitec eine stabile Finanzlage aufzeigen und die Defizite bei den Deckungsgraden durch gute Margenwerte ausgleichen.

6 Abstimmung des aktuellen Creditrating

Altman „Z-Score“ ist ein weitverbreitetes Modell zur Beurteilung der Insolvenzwahrscheinlichkeit einer Unternehmung. Die Werte der Gesellschaft für Industrieforschung mbH wurden hierbei mit den Werten von Mitec verglichen. Das auf „Z-Score“ basierende Ergebnis entspricht äquivalenten US Unternehmensanleihen Ratings. *Siehe Appendix 1.* Sowohl der Wert der Gesellschaft für Industrieforschung mbH (5,64) als auch der Wert von Mitec (5,64) sind äquivalent zu einem Rating von „BB+“.

Abbildung 1 Altman Modell zur Insolvenzprognose

Altman Modell	Altman Z" - Score	
	6,56 * X1 = Working Capital / Gesamte Vermögensgegenstände	1,63
3,26 * X2 = Einbehal. Gewinn / Gesamte Vermögensgegenstände	-0,05	0,151
6,72 * X3 = EBIT / Gesamte Vermögensgegenstände	0,37	0,660
1,05 * X4 = Eigenkapital / Gesamte Verbindlichkeiten	0,43	0,327
3,25 - konstant	3,25	3,250
	5,64	5,64

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

Appendix 1

US equivalent rating	Average Z" - Score	Sample size
AAA	8,15	8
AA+	7,60	-
AA	7,30	18
AA-	7,00	15
A+	6,85	24
A	6,65	42
A-	6,40	38
BBB+	6,25	38
BBB	5,85	59
BBB-	5,65	52
BB+	5,25	34
BB	4,95	25
BB-	4,75	65
B+	4,50	78
B	4,15	115
B-	3,75	95
CCC+	3,20	23
CCC	2,50	10
CCC-	1,75	6
D	0,00	14

Average based on over 750 US industrial corporates with rted debt outstndng; 1994 data.

Quelle: Dr. Kalliwoda | Research © 2012

Contact

DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH		Rüsterstraße 4a 60325 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 www.kalliwoda.com
Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows		
Head: Dr. Norbert Kalliwoda E-Mail: nk@kalliwoda.com	CEFA-Analyst; University of Frankfurt/Main; PhD in Economics; Dipl.-Kfm.	<u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
Dr. Peter Arendarski E-Mail: pa@kalliwoda.com	Senior-Analyst, Msc & Ph.D in Finance (Poznan Univers. of Economics), CFA Level 2 Candidate	<u>Sectors:</u> Technology, Raw Materials, Banks & Insurances, Financial-Modelling (Quant., Buyside)
Patrick Bellmann E-Mail: pb@kalliwoda.com	Junior-Analyst; WHU - Otto Beisheim School of Management, Vallendar (2012)	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
Andreas Braun E-Mail: rb@kalliwoda.com	Junior-Analyst; University of Frankfurt/Main (2012)	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
Michael John E-Mail: mj@kalliwoda.com	Dipl.-Ing. (Aachen)	<u>Sectors:</u> Chemicals, Chemical Engineering, Basic Metals, Renewable Energies, Laser/Physics
Maximilian F. Kaessens E-Mail: mk@kalliwoda.com	Bachelor of Science in Business Administration (Babson College (05/2012), Babson Park, MA (US))	<u>Sectors:</u> Financials, Real Estate
Adrian Kowollik E-Mail: ak@kalliwoda.com	Dipl.-Kfm.; Humboldt-Universität zu Berlin, CFA Candidate	<u>Sectors:</u> Media, Internet, Gaming, Technology, Eastern European stocks
Dr. Thomas Krassmann E-Mail: tk@kalliwoda.com	Dipl.-Geologist, M.Sc.; University of Göttingen & Rhodes University, South Africa;	<u>Sectors:</u> Raw Materials, Mining, Precious Metals, Gem stones.
Maximilian F. Kaessens E-Mail: mk@kalliwoda.com	Bachelor of Science in Business Administration (Babson College (05/2012), Babson Park, MA (US))	<u>Sectors:</u> Financials, Real Estate
Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
Hellmut Schaarschmidt; E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt/Main.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
Dr. Erik Schneider E-Mail: es@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
David Schreindorfer E-Mail: ds@kalliwoda.com	MBA, Economic Investment Management; Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
Nele Rave E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; Native Speaker, German School London,	<u>Legal adviser</u>

Also view Sales and Earnings Estimates:

DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of Bloomberg, Thomson Reuters, vwd group and Factset

Analyst of this research:
Dr. Norbert Kalliwoda,
CEFA



DISCLAIMER

Empfehlungen Aktienresearch und Einstufungen Credit Research

Empfehlungen Aktienresearch

DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH verwendet ein 5-stufiges Aktien-Ratingsystem. Die Anlageempfehlungen werden bei Veröffentlichung der Analyse hinsichtlich folgender Einstufungen unter Berücksichtigung der zu erwartenden Rendite vorgenommen. Bei vorübergehenden Kursabweichungen außerhalb der unten angegebenen Kursspannen ändern wir nicht zwangsläufig unsere Einstufung. Allerdings ist es für uns ein Anlass, unsere originäre Empfehlung zu verändern.

KAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens 10 % aufweisen	BUY
AKKUMULIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 5% und 10% aufweisen	ACCUMULATE
HALTEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 5% und - 5% aufweisen	HOLD
REDUZIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen - 5% und - 10% aufweisen	REDUCE
VERKAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens - 10 % aufweisen	SELL

Die DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH begründet die fairen Werte der untersuchten Aktiengesellschaften auf einer Fundamentalanalyse. Hierzu zählen Discount-Cashflow-Verfahren, Sum-of-the-parts-Verfahren und Peer-Group-Vergleiche.

Einstufungen Credit Research

Im Zuge der CREDIT RESEARCH Analysen nimmt die DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH Einstufungen von einzelnen Anleihen vor.

Outperformer:	Die Anleihe ist hinsichtlich ihrer Bonität besser als vergleichende Anleihen.
Marketperformer:	Die Anleihe ist hinsichtlich ihrer Bonität mit dem Markt vergleichbar.
Underperformer:	Die Anleihe ist hinsichtlich ihrer Bonität schlechter als vergleichende Anleihen.

Erklärung

DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH hat diese Analyse auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, gefertigt. Wir arbeiten so exakt wie möglich. Wir können aber für die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen und Meinungen keine Gewährleistung übernehmen.

Diese Studie ersetzt nicht die persönliche Beratung. Diese Studie gilt nicht als Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der in dieser Studie angesprochenen Anlageinstrumente. Daher rät DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH, sich vor einer Wertpapierdisposition an Ihren Bankberater oder Vermögensverwalter zu wenden.

Diese Studie ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Diese Studie darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Die Verteilung dieser Studie in andere internationale Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Studie gelangt, sollten sich über gegebenenfalls vorhandene Beschränkungen informieren und diese einhalten.

DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH sowie Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in dieser Studie erwähnten Wertpapieren oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Wertpapiere oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern.

Mögliche Interessenskonflikte

Weder DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- a) hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals;
- b) war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt;
- c) hält an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals;
- d) hat die analysierten Wertpapiere auf Grund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.

Nur mit dem Unternehmen Gesellschaft für Industrieforschung mbH bestehen vertragliche Beziehungen zu DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH für die Erstellung von Research-Studien. Durch die Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Leser/Empfänger die Verbindlichkeit dieses Disclaimers.

DISCLAIMER

The information and opinions in this analysis were prepared by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH. The information herein is believed by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH to be reliable and has been obtained from public sources believed to be reliable. With the exception of information about DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH, DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH makes no representation as to the accuracy or completeness of such information.

Opinions, estimates and projections in this report constitute the current judgement of the author as of the date of this analysis. They do not necessarily reflect the opinions, projection, forecast or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate, except if research on the subject company is withdrawn. Prices and availability of financial instruments also are subject to change without notice. This report is provided for informational purposes only. It is not to be construed as an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell any financial instruments or to participate in any particular trading strategy in any jurisdiction. The financial instruments discussed in this report may not be suitable for all investors and investors must make their own investment decision using their own independent advisors as they believe necessary and based upon their specific financial situations and investment objectives. If a financial instrument is denominated in a currency other than an investor's currency, a change in exchange rates may adversely affect the price or value of, or the income derived from, the financial instrument, and such investor effectively assumes currency risk. In addition, income from an investment may fluctuate and the price or value of financial instruments described in this report, either directly or indirectly, may rise or fall. Furthermore, past performance is not necessarily indicative of future results.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person for any purpose without DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH's prior written consent. Please cite source when quoting.