

MS Industrie AG ^{*5a,7,11}

Positive Ergebniseffekte nach Erwerb Betriebsimmobilie; Vorläufige Ergebnisse 2025 unter Erwartungen

Branche: Industrie

Fokus: Metallbearbeitung mit Schwerpunkt auf Motoren- und Antriebstechnik

Gründung: 1991

Mitarbeiter: 399 (30.09.2025)

Firmensitz: München

Vorstand: Dr. Andreas Aufschnaiter, Armin Distel

Die MS Industrie AG mit Sitz in München ist die gelistete Muttergesellschaft einer fokussierten Technologiegruppe mit den beiden Geschäftsfeldern der Antriebstechnik („MS XTEC“: Systeme und Komponenten für schwere Verbrennungsmotoren sowie hybride und elektrische Antriebsformen) und der Ultraschalltechnik („MS Ultrasonic“: Sondermaschinen, Serienmaschinen sowie Ultraschallsysteme und -komponenten). Zu den wesentlichen Kundenbranchen zählen die weltweite Nutzfahrzeug- und die PKW-Industrie, gefolgt von der Verpackungsmaschinenindustrie, der Medizintechnik und weiteren kunststoffverarbeitenden Branchen sowie dem allgemeinen Maschinen- und Anlagenbau. Im Juli 2024 hat sich die Schunk-Group mit einfacher Mehrheit an der MS Ultrasonic Technologie GmbH beteiligt. Seit dem erfolgten Vollzug wird der Geschäftsbereich MS Ultrasonic nicht mehr voll konsolidiert, sondern entsprechend der Beteiligungsquote als at-equity-Vermögenswert bilanziert.

in Mio. €	GJ 23	GJ 24	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e
Umsatz	249,93	171,15	145,00*	157,63	168,67
EBITDA	18,11	5,76	4,00*	12,63	14,74
EBIT	8,66	-3,16	-2,50	5,96	7,84
Jahresüberschuss	4,56	-3,90	-4,05	3,31	5,23
Gewinn je Aktie	0,15	-0,13	-0,14	0,11	0,17
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EV/Umsatz	0,24	0,35	0,41	0,38	0,35
EV/EBITDA	3,28	10,30	14,83	4,69	4,02
EV/EBIT	6,85	-18,75	-23,73	9,95	7,56
KGV	8,35	-9,76	-9,40	11,50	7,27
KBV	0,59	0,63			

*gemäß vorläufigen Zahlen

Investment Case

- Vorläufiger 2025er Umsatz in Höhe von 145 Mio. € im Rahmen der Erwartungen. Vorläufiges EBITDA in Höhe von 6,2 Mio. € (vor Anlaufkosten USA) bzw. in Höhe von 4,0 Mio. € (nach Anlaufkosten und Wechselkurseffekten) unter den Erwartungen.
- Das ebenfalls unter den Erwartungen liegende vorläufige EBT in Höhe von -5,4 Mio. € war zudem von stichtagsbezogenen Wertanpassungen von Minderheitsbeteiligungen (Motorenwerk und Minderheitenanteil UTG-Geschäft) in Höhe von -1,3 Mio. € belastet.
- Auftragsbestand von 80 Mio. € und ein positives Abrufverhalten der wichtigsten Kunden untermauern die Unternehmenserwartung einer Umsatzsteigerung in 2026 auf 155 Mio. €.
- Ergebnisentwicklung in 2026 und den Folgejahren sollte vom Erwerb der Betriebsimmobilie in Trossingen positiv geprägt sein. Der jährliche EBITDA-Effekt liegt bei 2,6 Mio. €, der EBIT-Effekt bei 1,7 Mio. € p.a. und der EBT-Effekt bei 0,6 Mio. € p.a.
- Wir haben diese Effekte in unseren unveränderten Prognosen für 2026 (anteilig für 9 Monate) sowie für 2027 berücksichtigt. Zudem haben wir die erforderlichen Investitionen in Höhe von 20 Mio. € und den FK-Zugang in Höhe von 17 Mio. € modelliert.
- Wir haben ein unverändertes Kursziel in Höhe von 2,50 € ermittelt. Rating: KAUFEN

Rating: KAUFEN

Kursziel: 2,50 € (bisher: 2,50 €)

Aktie und Stammdaten



Schlusskurs 01.04.26	1,27 EUR
Börsenplatz	XETRA
ISIN	DE0005855183
WKN	585518
Aktienzahl (in Mio.)	30,00
MCap (in Mio. EUR)	38,05
Enterprise Value (in Mio. EUR)	59,32
Transparenzlevel	Freiverkehr
Marktsegment	m:access
GJ-Ende	31.12.
Rechnungslegung	HGB

Aktionärsstruktur

Management; Mitarbeiter	41,7%
Institutionelle Investoren	33,3%
Free Float	25,0%

Finanztermine

04/2026	Geschäftsbericht 2025
05/2026	Q1-Zahlen 2026
30.06.26	Hauptversammlung
08/2026	Halbjahreszahlen 2026
11/2026	Q3-Zahlen 2026

Analysten

Cosmin Filker (filker@gbc-ag.de)
Matthias Greiffenberger (greiffenberger@gbc-ag.de)

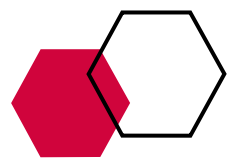
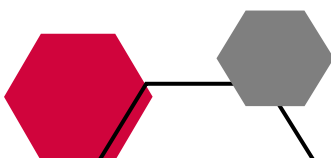
Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
19.11.25: RS / 2,50 / KAUFEN
08.09.25: RS / 2,80 / KAUFEN
05.06.25: RS / 2,90 / KAUFEN
28.11.24: RS / 2,55 / KAUFEN
** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-aq.de eingesehen werden

Fertigstellung: 02.04.2026 (10:52 Uhr)
Erste Weitergabe: 02.04.2025 (13:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2026

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 7



Vorläufige Zahlen 2025 und Erwerb der Betriebsimmobilie in Trossingen

GuV in Mio. €	GJ 25e (GBC)	GJ 25*	GJ 26e (alt)	GJ 26e(neu)	GJ 27e (alt)	GJ 27e(neu)
Umsatz	147,32	145,00*	157,63	157,63	168,67	168,67
EBITDA	7,82	4,00*	10,69	12,64	12,14	14,74
EBITDA-Marge	5,3%	2,8%*	6,8%	8,0%	7,2%	8,7%
EBIT	1,32	-2,50	4,69	5,96	6,14	7,84
EBIT-Marge	0,9%	-1,7%	3,0%	3,8%	3,6%	4,7%
EAT	-1,03	-4,05	2,95	3,31	4,75	5,23
EPS in €	-0,03	-0,14	0,10	0,11	0,16	0,18

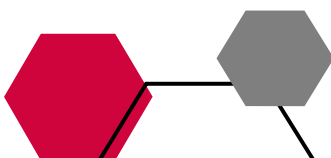
Quelle: MS Industrie AG; GBC AG; *vorläufige Zahlen

Am 1. April 2026 hat die MS Industrie AG die Eckdaten der vorläufigen Zahlen für das Jahr 2025 veröffentlicht. Bei einem konsolidierten Umsatz von rund 145 Mio. € wurde im Geschäftsjahr 2025 ein EBITDA von 6,2 Mio. € (vor Anlaufkosten für den US-Standort) bzw. ein EBITDA von 4,0 Mio. € (nach Anlaufkosten für den US-Standort sowie unter Berücksichtigung von Wechselkurseffekten) erzielt. Damit wurde die untere Bandbreite der Umsatz-Guidance (145 Mio. € bis 150 Mio. €) erreicht. Auch das EBITDA vor Anlaufkosten lag, wie vom Unternehmen zuletzt in der 9-Monatsberichterstattung in Aussicht gestellt, leicht über dem Vorjahreswert. Während unsere Umsatzprognosen (siehe Research Comment vom 19.11.2025) weitestgehend als erfüllt zu betrachten sind, hatten wir mit 7,82 Mio. € ein deutlich höheres EBITDA erwartet. Hierfür war insbesondere das schwächer als erwartet ausgefallene vierte Quartal 2024 verantwortlich, welches infolge niedrigerer Abrufzahlen den unterjährig niedrigsten Umsatz- und EBITDA-Beitrag (0,8 Mio. €) geleistet hat.

Nach Berücksichtigung der Anlaufkosten für den US-Standort in Höhe von -1,7 Mio. € sowie von negativen Wechselkurseffekten auf Steuerforderungen in den USA in Höhe von -0,5 Mio. € lag das vorläufige EBT mit -5,4 Mio. € ebenfalls deutlich unter unseren Erwartungen (die GBC-Prognose lag bislang bei -1,38 Mio. €). Neben dem niedrigeren EBITDA wirkten sich hier zudem stichtagsbezogene Wertanpassungen von Minderheitsbeteiligungen (Deutsche Elektromotoren Holding und MS Ultraschall Technologie GmbH) in Höhe von rund -1,3 Mio. € belastend aus.

Mit der Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen gab die Gesellschaft zudem den Erwerb der Betriebsimmobilie am Standort Trossingen bekannt. Dieser ist zum 31.03.2026 erfolgt und wird die künftigen Kosten der Gesellschaft deutlich entlasten. Dem Wegfall der bisherigen Mietaufwendungen in Höhe von rund 2,6 Mio. € pro Jahr steht ein Anstieg der Abschreibungen um jährlich 0,9 Mio. € gegenüber. Da der überwiegende Teil des Kaufpreises von rund 20 Millionen Euro zu rund 17 Millionen Euro fremdfinanziert wird, wird das Finanzergebnis um rund 1,1 Millionen Euro niedriger ausfallen. Im Finanzergebnis sind neben den höheren Finanzaufwendungen auch der Wegfall des bisher anteiligen Ergebnisses aus der Objektgesellschaft, die bislang als Beteiligung gehalten wurde, enthalten.

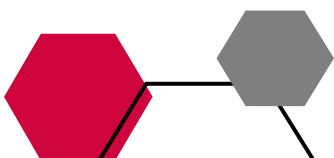
Auf Basis eines aktuellen Auftragsbestandes in Höhe von etwa 80 Mio. € erwartet der Vorstand für das laufende Geschäftsjahr 2026 einen Umsatz in Höhe von rund 155 Mio. €. Neben der positiven Entwicklung der Abrufzahlen wichtiger Schlüsselkunden aus dem Lkw-Segment dürften im laufenden Geschäftsjahr auch erstmals nennenswerte Umsätze des US-Standorts in Höhe von rund 5 Mio. € enthalten sein. Damit setzt die Gesellschaft sukzessive die Strategie um, Umsätze mit



Kunden außerhalb des Lkw-Segments zu steigern, um die Abhängigkeit von diesem konjunktursensitiven Segment zu reduzieren.

Wir behalten unsere Schätzungen für die Geschäftsjahre 2026 und 2027 unverändert bei, beziehen jedoch erstmals die Effekte des Immobilienerwerbs ein. Da diese nur anteilig für drei Quartale einbezogen werden, fallen sie für das laufende Geschäftsjahr 2026 geringer aus als für das kommende Geschäftsjahr. Daher heben wir unsere EBITDA-Schätzung für 2026 auf 12,64 Mio. € (bisherige Schätzung: 10,69 Mio. €) sowie für 2027 auf 14,74 Mio. € (bisherige Schätzung: 12,14 Mio. €) an. Entsprechend den von der Gesellschaft erwarteten Auswirkungen haben wir diese auch für die nachfolgenden Ergebniskennzahlen berücksichtigt. Folglich heben wir das EBIT für 2026 auf 5,96 Mio. € (bisherige Schätzung: 4,69 Mio. €) und für 2027 auf 7,84 Mio. € (bisherige Schätzung: 6,14 Mio. €) an.

In unserem DCF-Bewertungsmodell haben wir darüber hinaus den Objektzugang in Höhe von 20 Mio. € berücksichtigt. Dies wird für das laufende Geschäftsjahr 2026 zu einem deutlich negativen freien Cashflow (GBC-Schätzung: -13,06 Mio. €) führen. Demgegenüber steht der Zugang von Bankverbindlichkeiten in Höhe von rund 17 Mio. €, wodurch sich die im WACC berücksichtigte Zielgewichtung zugunsten der Fremdkapitalkosten verschiebt.



Bewertung

Modellannahmen

Die MS Industrie AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2025 bis 2027 in Phase 1, erfolgt von 2028 bis 2032 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Das Geschäftsjahr 2025 behalten wir als Schätzperiode bei, da hierfür nur Eckdaten zu den vorläufigen Zahlen vorliegen. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 6,0 % (bisher: 5,0 %). Aufgrund des positiven Effekts aus dem Immobilienerwerb haben wir die Ziel-EBITDA-Marge auf 9,0 % (bisher: 8,3 %) angehoben. Die Steuerquote haben wir mit 25,3 % (bisher: 25,3 %) in Phase 2 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 2,5 % (bisher: 2,5 %).

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der MS Industrie 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.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 3,00 % (bisher 2,50 %).**

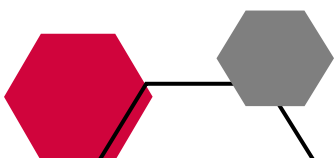
Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,58 (bisher: 1,58).

Unter Verwendung der getroffenen Annahmen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten in Höhe von 11,68 % (bisher: 11,18 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir, nach dem größtenteils fremdfinanzierten Immobilienerwerb, eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 70,0 % (bisher: 80,0 %) unterstellen, ergeben sich gewichtete Kapitalkosten (WACC) von 9,16 % (bisher 9,60 %).

Bewertungsergebnis

Insgesamt heben sich die im Bewertungsmodell neu berücksichtigten Annahmen (Ergebnisprognosen wurden angehoben, es wurde ein Liquiditätsabfluss für den Immobilienerwerb berücksichtigt und das WACC wurde verändert) gegenseitig auf, weshalb wir das bisherige Kursziel von 2,50 € bestätigen. Wir vergeben daher weiterhin das Rating KAUFEN.



DCF MODELL

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	GJ 32e	GJ 33e	
Umsatz	145,00	157,63	168,67	178,79	189,51	200,88	212,94	225,71	
Umsatzwachstum	-15,3%	8,7%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	2,5%
EBITDA	4,00	12,63	14,74	16,09	17,06	18,08	19,16	20,31	
EBITDA-Marge	2,8%	8,0%	8,7%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	
EBITA	-2,50	5,96	7,84	9,19	10,50	11,84	13,21	14,62	
EBITA-Marge	-1,7%	3,8%	4,6%	5,1%	5,5%	5,9%	6,2%	6,5%	6,6%
NOPLAT	-1,87	4,77	5,86	6,87	7,84	8,84	9,87	10,92	11,33
Working Capital (WC)	24,63	25,63	27,13	34,77	36,86	39,07	41,42	43,90	
Anlagevermögen (OAV)	65,19	82,02	78,12	74,22	70,66	67,42	64,47	61,77	
Investiertes Kapital	89,82	107,65	105,25	108,99	107,52	106,49	105,88	105,67	
Kapitalrendite	-2,1%	5,3%	5,4%	6,5%	7,2%	8,2%	9,3%	10,3%	10,7%
EBITDA	4,00	12,63	14,74	16,09	17,06	18,08	19,16	20,31	
Steuern auf EBITA	0,62	-1,19	-1,98	-2,33	-2,66	-3,00	-3,34	-3,70	
Veränderung OAV	-4,70	-23,50	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	
Veränderung WC	-1,10	-1,00	-1,50	-7,65	-2,09	-2,21	-2,34	-2,48	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freier Cashflow	0,93	-13,06	8,26	3,12	9,31	9,87	10,48	11,13	130,43

Entwicklung Kapitalkosten

risikolose Rendite	3,00%
Marktrisikoprämie	5,50%
Beta	1,58
Eigenkapitalkosten	11,68%
Zielgewichtung	70,00%
Fremdkapitalkosten	4,00%
Zielgewichtung	30,00%
Taxshield	17,78%
WACC	9,16%

Ermittlung fairer Wert

	GJ 26e	GJ 27e
Wert operatives Geschäft	93,11	114,70
Barwert expliziter FCFs	22,51	37,63
Barwert Continuing Value	70,60	77,07
Nettoschulden	24,82	39,70
Wert des Eigenkapitals	68,29	75,00
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	68,29	75,00
Ausstehende Aktien in Mio.	29,96	29,96
Fairer Wert der Aktie in €	2,28	2,50

Sensitivitätsanalyse

		WACC				
		8,6%	8,9%	9,2%	9,5%	9,8%
Kapitalrendite	10,2%	2,68	2,50	2,35	2,21	2,08
	10,5%	2,76	2,59	2,43	2,28	2,15
	10,7%	2,85	2,67	2,50	2,35	2,21
	11,0%	2,94	2,75	2,58	2,43	2,28
	11,2%	3,03	2,84	2,66	2,50	2,35

ANHANG

I. Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die jeweilige Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet. Ist dies der Fall, so ist dies bei der jeweiligen Studie entsprechend der Notationen angegeben.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.
oder
3. Werden die Studien nicht durch die Emittentin beauftragt, erfolgt die Erstellung der Studien auftragsunabhängig. Die Erstellung erfolgt ebenfalls ohne Beeinflussung durch Dritte.
4. Der Researchreport wird weitreichend verfügbar gemacht und allgemein zugänglich veröffentlicht und nicht nur exklusiv an bestimmte Kunden und Investoren verteilt. Somit ist die Researchstudie ebenfalls als „geringfügige Nicht-Monetäre Zuwendung“ einzustufen und somit MiFIDII compliant.

II. §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 Vereinigten Königreich verbreitet wird, ausschließlich solchen Personen zugänglich gemacht werden, die (i) als authorised persons oder exempt persons im Sinne des Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA) gelten oder (ii) als relevant persons im Sinne der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005, in der jeweils gültigen Fassung, anzusehen sind.

Diese Publikation richtet sich nicht an Privatkunden (retail clients) im Sinne der Regeln der Financial Conduct Authority (FCA) und darf weder direkt noch indirekt an solche Personen weitergegeben oder von ihnen genutzt werden.

Diese Publikation stellt kein Angebot, keine Aufforderung und keine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten im Sinne des FSMA dar.

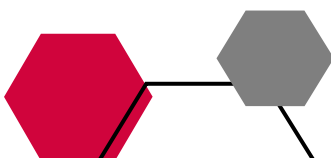
Kein anderer Personenkreis als die vorgenannten relevant persons ist berechtigt, sich auf diese Publikation zu stützen oder Handlungen auf deren Grundlage vorzunehmen.

Die Verbreitung dieser Publikation kann in weiteren Rechtsordnungen gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sind verpflichtet, sich über etwaige einschlägige Beschränkungen zu informieren und diese einzuhalten. Ein Verstoß gegen diese Beschränkungen kann eine Verletzung der geltenden Wertpapier- und Finanzmarktgesetze darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen. Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter: <https://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>



§ 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 Wertes 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, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 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.

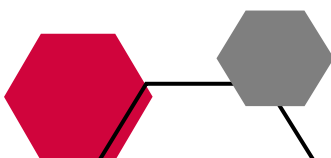
§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,7,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten



Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.

(5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten

(6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.

(6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent

(7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.

(8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.

(9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

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

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Karin Jägg, Email: jaegg@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), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst
Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Jörg Grunwald, Vorstand

§ 3 Urheberrechte

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de

