



## **Researchstudie (Update)**

### **MS Industrie AG**



## **Halbjahreszahlen im Rahmen der Erwartungen, Erholung in den USA hält an, Prognosen und Kursziel bestätigt**

**Kursziel: 5,70 €**

**Rating: Kaufen**

#### **WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 10

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

## MS Industrie AG<sup>\*5a,11</sup>

**Rating: KAUFEN**  
**Kursziel: 5,70**

Aktueller Kurs: 3,36  
27.08.2018 XETRA / 09:30 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE0005855183  
WKN: 585518  
Börsenkürzel: MSAG

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 29,82  
Marketcap<sup>3</sup>: 100,44  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 158,84  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 59,0 %

Transparenzlevel:  
General Standard

Marktsegment:  
Regulierter Markt

Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:  
Oddo Seydler Bank AG  
Hauck & Aufhäuser

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger  
greiffenberger@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 11

### Unternehmensprofil

Branche: Industrie

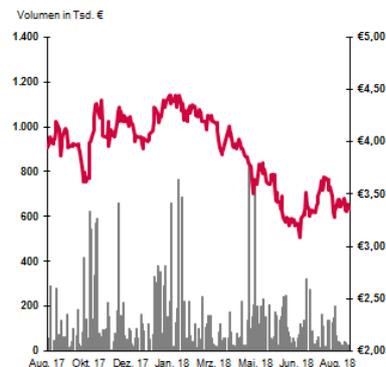
Fokus: Motoren- und Antriebstechnik, Ultraschalltechnik und Elektromotoren

Mitarbeiter: 1.201 (30.06.2018)

Gründung: 1991

Firmensitz: München

Vorstand: Dr. Andreas Aufschneider, Armin Distel



Die MS Industrie AG mit Sitz in München ist die börsennotierte Muttergesellschaft einer fokussierten Industriegruppe der Antriebstechnik und des Spezialmaschinenbaus im deutschen Mittelstand. Im Rahmen ihrer Wachstumsstrategie konzentriert sich die MS Industrie AG auf Mehrheitsbeteiligungen an profitablen Unternehmen mit hohem Wertsteigerungspotenzial im deutschsprachigen Mittelstand in den Bereichen Motoren- und Antriebstechnik, Ultraschall-/Schweißtechnik sowie Elektromotoren. Ursprünglich in 1991 gegründet, erfolgte im Jahr 2001 der Gang an die Frankfurter Börse. Seit 2012 fokussierte sie sich als MS Industrie AG auf Produktionsunternehmen in den oben genannten Bereichen.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2017	31.12.2018e	31.12.2019e	31.12.2020e
Umsatz	250,62	271,92	285,52	294,09
EBITDA	22,03	25,05	27,63	29,67
EBIT	8,97	13,55	15,63	17,17
Jahresüberschuss	7,02	8,68	10,24	11,18

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,23	0,29	0,34	0,37
Dividende je Aktie	0,03	0,03	0,04	0,05

### Kennzahlen

EV/Umsatz	0,63	0,58	0,56	0,54
EV/EBITDA	7,21	6,34	6,03	5,78
EV/EBIT	17,71	11,72	10,70	9,88
KGV	14,31	11,34	10,30	9,48
KBV	1,77			

### Finanztermine

05.09.2018: ZKK – Zürich  
November 2018: Q3-Mitteilung 2018

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
08.06.2018: RS / 5,70 / KAUFEN  
08.12.2017: RS / 5,20 / KAUFEN  
28.08.2017: RS / 4,70 / KAUFEN  
06.06.2017: RS / 4,30 / KAUFEN  
21.11.2016: RS / 5,00 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- Die MS Industrie AG hat überzeugende Halbjahreszahlen 2018 präsentiert. Beim Umsatzwachstum in Höhe von 13,2 % auf 140,32 Mio. € (VJ: 123,94 Mio. €) profitierte die Gesellschaft dabei von einer Fortsetzung der im zweiten Halbjahr 2017 eingesetzten Erholungstendenz bei den Verkaufszahlen schwerer LKW. In den USA wird die Fortsetzung der Markterholung anhand eines Verkaufsplus in Höhe von rund 8 % gegenüber dem Vorjahr ersichtlich. In Europa liegt der Zulassungsanstieg zwar mit 3,9 % unterhalb der US-Marktentwicklung, die Marktvorgaben sind ebenfalls als positiv zu werten. Regional betrachtet wurden in Europa 9,65 Mio. € sowie in den USA 8,40 Mio. € höhere Umsätze als im Vorjahr erzielt.
- Zwar ist der dargestellte konzernweite Umsatzanstieg in erster Linie auf den Umsatzanstieg im Powertrain-Segment (+14,64 Mio. €) zurückzuführen. Das volumenmäßig deutlich kleinere Ultrasonic-Segment hat ebenfalls hierzu mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 2,10 Mio. € (+7,9 %) beigetragen. Es hätten hier sogar noch höhere Umsätze erzielt werden können, dem stand jedoch eine stichtagsbedingt verzögerte Auslieferung an Maschinen entgegen.
- Das EBITDA legte um 12,8 % auf 11,86 Mio. € (VJ: 10,51 Mio. €) zu und entwickelte sich größtenteils proportional zum Umsatz. Das EBITDA liegt dabei innerhalb der Unternehmens-Guidance, die ein leicht steigendes EBITDA für das Gesamtjahr 2018 erwartet. Beim EBIT und EBT wird, aufgrund rückläufiger Abschreibungen, sogar eine deutliche Verbesserung auf Gesamtjahresbasis erwartet. Auch auf dieser Ergebnisebene befindet sich der MS-Konzern „auf Kurs“, mit einem deutlichen Anstieg des EBIT um 46,0 % auf 5,75 Mio. € (VJ: 3,94 Mio. €), nachdem sich die Abschreibungen aufgrund des Auslaufens umfangreicher Investitionsprogramme rückläufig entwickelt hatten.
- Mit Veröffentlichung der Halbjahreszahlen 2018 hat das Management der MS Industrie AG die im Geschäftsbericht 2017 publizierten Prognosen bestätigt. Unverändert werden dabei Umsatzerlöse in Höhe von rund 270 Mio. €, ein leicht steigendes EBITDA sowie eine deutliche Verbesserung des EBIT in Aussicht gestellt. Mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 13,2 % auf 140,32 Mio. €, einem EBITDA-Anstieg in Höhe von 12,8 % sowie einer deutlichen EBIT-Verbesserung in Höhe von 46,0 % liegen die Halbjahreszahlen des MS-Konzerns im Rahmen der Unternehmens-Guidance sowie unserer Erwartungen. Daher bestätigen wir unsere bisherigen Umsatz- und Ergebnisprognosen (siehe Researchstudie vom 08.06.2018).
- Unsere Umsatzprognose für das laufende Geschäftsjahr in Höhe von 271,92 Mio. € sowie das erwartete einstellige Umsatzwachstum der kommenden Geschäftsjahre basiert dabei auf der Annahme einer unveränderten positiven Nachfrageentwicklung der Nutzfahrzeugbranche in Europa und in den USA. Parallel dazu sollte der Ultraschall-Bereich sowohl getrieben von den Sondermaschinen als auch bei Serienmaschinen, zweistellige Wachstumsraten verzeichnen.
- Wir behalten den im Rahmen des unveränderten DCF-Bewertungsmodells ermittelten fairen Wert von 5,70 € je Aktie bei. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau ergibt sich ein hohes Kurspotenzial in Höhe von x,x % und daher vergeben wir weiterhin das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

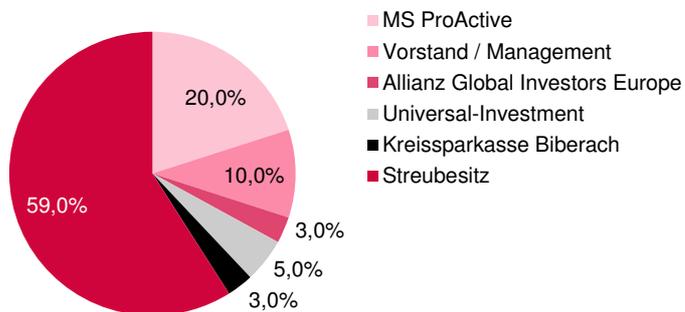
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Konsolidierungskreis .....	4
Wichtige Referenzkunden .....	4
<b>Geschäftsentwicklung 1. HJ 2018 .....</b>	<b>5</b>
Umsatzentwicklung 1.HJ 2018.....	5
Ergebnisentwicklung 1.HJ 2018.....	6
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2018 .....	7
<b>Prognose und Bewertung .....</b>	<b>8</b>
<b>Anhang .....</b>	<b>10</b>

## UNTERNEHMEN

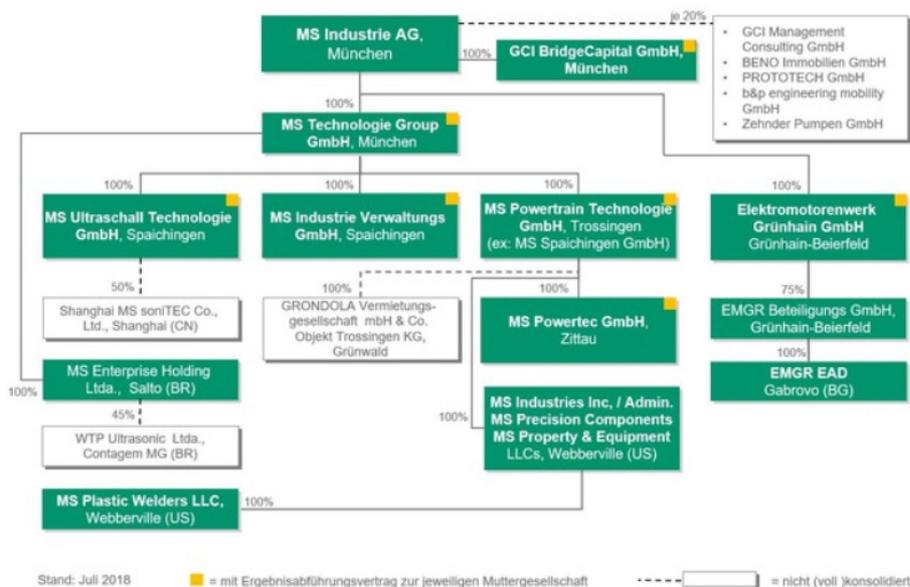
### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
MS ProActive	20%
Vorstand / Management	10%
Allianz Global Investors Europe	3%
Universal-Investment	5%
Kreissparkasse Biberach	3%
<b>Streubesitz</b>	<b>59%</b>

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG



### Konsolidierungskreis



### Wichtige Referenzkunden



## GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1. HJ 2018

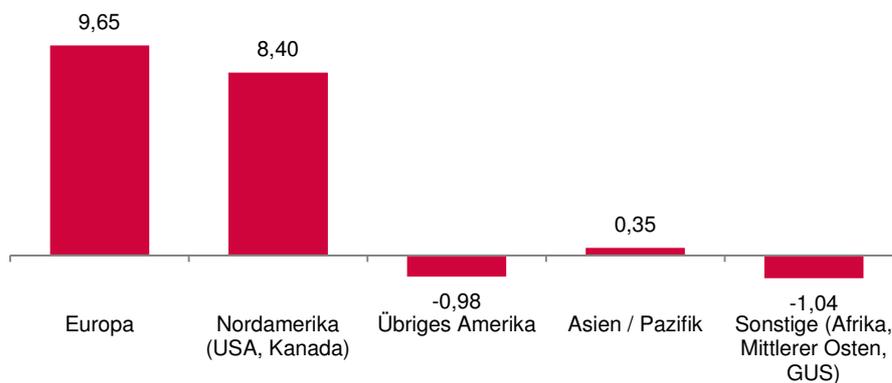
in Mio. €	1.HJ 2016	1.HJ 2017	1.HJ 2018
Umsatzerlöse	128,58	123,94	140,32
EBITDA (Marge)	10,72 (8,3%)	10,51 (8,5%)	11,86 (8,4%)
EBIT (Marge)	4,54 (3,5%)	3,94 (3,2%)	5,75 (4,1%)
Periodenergebnis	2,03	2,44	3,62

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung 1.HJ 2018

Die MS Industrie-Gruppe hat mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 13,2 % auf 140,32 Mio. € (VJ: 123,94 Mio. €) ein sehr erfolgreiches erstes Halbjahr 2018 hinter sich gebracht. Dabei profitierte die Gesellschaft abermals von einer Fortsetzung der im zweiten Halbjahr 2017 eingesetzten Erholungstendenz bei den Verkaufszahlen schwerer LKW (Class 8) in den USA. Als Lieferant von Ventiltriebssystemen für die Detroit Diesel Corporation für die Motoren der Marken „Freightliner“ und „Western Star“ beliefert die MS-Gruppe dabei die Marktführer in den USA. Damit profitiert die Gesellschaft von der starken Markterholung in den USA, welche sich mit einem Verkaufsplus bei den „Class 8“-Fahrzeugen in Höhe von rund 8 % im ersten Halbjahr 2018 fortgesetzt hat.

### Regionale Umsatzveränderung gegenüber dem Vorjahr (in Mio. €)

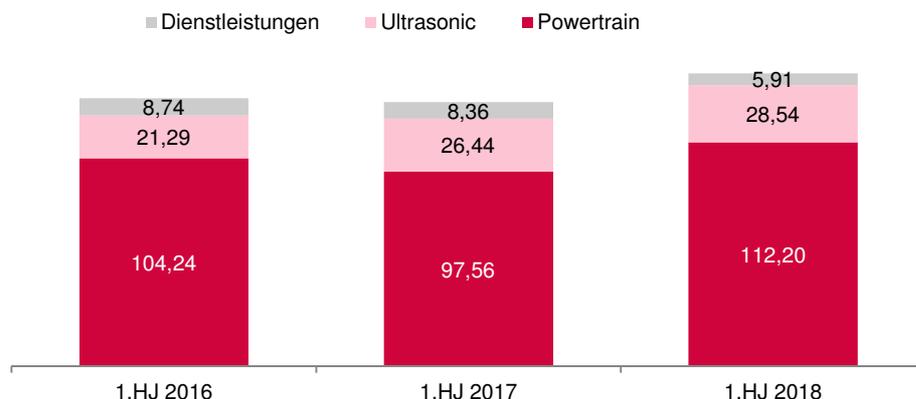


Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Analog dazu entwickelte sich der Markt in Europa mit einem Zulassungsanstieg bei den schweren Nutzfahrzeugen (ab 16 Tonnen) in Höhe von 3,9 % unverändert positiv, nachdem in den Vorjahren noch geringere Wachstumsraten erreicht wurden. Die positiven Marktvorgaben sowohl aus den USA als auch in Europa sind insbesondere im Hinblick auf die künftige Umsatzentwicklung im Powertrain-Segment zu sehen, da sich diese typischerweise mit einem Zeitversatz von ca. 6 Monaten auf die Geschäftsentwicklung auswirken.

Zwar ist der dargestellte konzernweite Umsatzanstieg in erster Linie auf den Umsatzanstieg im Powertrain-Segment (+14,64 Mio. €) zurückzuführen. Das volumenmäßig deutlich kleinere Ultrasonic-Segment hat ebenfalls hierzu mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 2,10 Mio. € (+7,9 %) beigetragen. Es hätten hier sogar noch höhere Umsätze erzielt werden können, dem stand jedoch eine stichtagsbedingt verzögerte Auslieferung an Maschinen entgegen. Gemäß Unternehmensangaben werden sich diese kundenseitigen Verzögerungen im zweiten Halbjahr auflösen und damit auf Gesamtjahresbasis zweistellige Wachstumsraten in diesem Segment nach sich ziehen.

### Segmentbezogene Umsatzentwicklung auf Halbjahresbasis (in Mio. €)

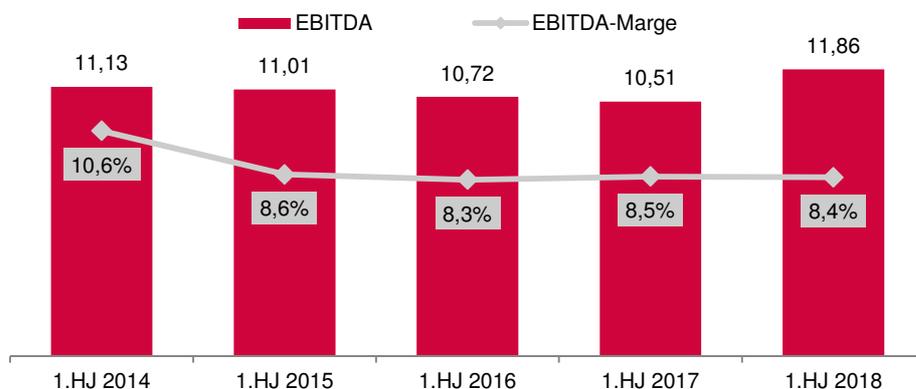


Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

### Ergebnisentwicklung 1.HJ 2018

Aus Sicht des ersten Halbjahres bewegt sich die EBITDA-Marge im Vergleich zu den Vorjahren in einem engen Korridor zwischen 8,3 % und 8,6 %. Im ersten Halbjahr 2018 lag die EBITDA-Marge bei 8,4 % und damit bewirkte der Umsatzanstieg nahezu proportional eine Verbesserung des EBITDA um 12,8 % auf einen neuen Rekordwert in Höhe von 11,86 Mio. € (VJ: 10,51 Mio. €).

### EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)



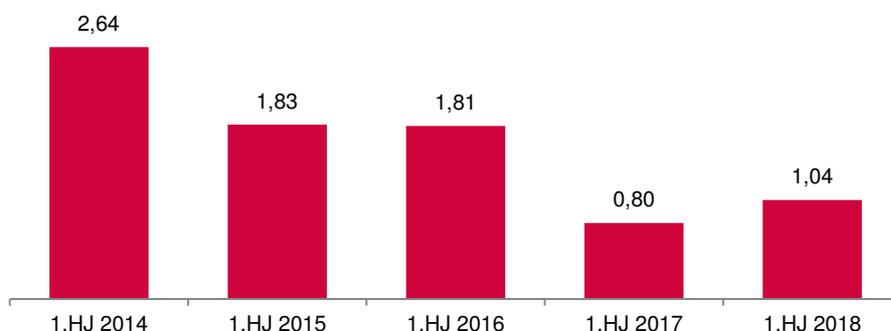
Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Eine differenzierte Analyse der Ergebnisentwicklung zeigt jedoch zum Teil starke Bewegungen innerhalb der einzelnen Kostenpositionen auf. Allen voran zu nennen ist die Rohertragsmarge, die in den vergangenen Berichtsperioden sukzessive ausgebaut wurde und in den ersten sechs Monaten 2018 einen Wert von 48,3 % (VJ: 47,4 %) erreicht hat. Dies ist in erster Linie mit leichten Umsatzverschiebungen hin zu magenstärkeren Produktgruppen zu erklären. Der überproportionale Entwicklung des Rohertrages auf 67,79 Mio. € (VJ: 58,80 Mio. €) steht aber ein ebenso überproportionaler Anstieg bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen in Höhe von 25,2 % auf 21,44 Mio. € (VJ: 17,13 Mio. €) gegenüber. Neben einem Anstieg der variablen Aufwendungen wie Energie und Verbrauchsstoffe ist hier zudem die verstärkte Präsenz auf Messen und Konferenzen für den Ultraschall-Bereich enthalten. Im zweiten Halbjahr sollte der Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen geringer ausfallen als im ersten Halbjahr. In diesen beiden gegenläufigen Effekten findet sich insgesamt die dargestellte proportionale EBITDA-Entwicklung wieder.

Das EBITDA liegt dabei innerhalb der Unternehmens-Guidance, die ein leicht steigendes EBITDA für das Gesamtjahr 2018 erwartet. Beim EBIT und EBT wird, aufgrund rückläufiger Abschreibungen, sogar eine deutliche Verbesserung auf Gesamtjahresbasis erwartet. Auch auf dieser Ergebnisebene befindet sich der MS-Konzern „auf Kurs“, mit einem deutlichen Anstieg des EBIT um 46,0 % auf 5,75 Mio. € (VJ: 3,94 Mio. €), nachdem sich die Abschreibungen aufgrund des Auslaufens umfangreicher Investitionsprogramme rückläufig entwickelt hatten.

Als weiterer Ergebnisfaktor sind die Finanzaufwendungen zu erwähnen. Diese sind zwar im ersten Halbjahr 2018 aufgrund Bewertungseffekten mit 1,04 Mio. € (VJ: 0,80 Mio. €) leicht höher als im Vorjahr ausgefallen, grundsätzlich hat aber der MS-Konzern in den vergangenen Geschäftsjahren hier deutliche Verbesserungen erreicht. Dies ist unter anderem auf die Refinanzierung der aus heutiger Sicht vergleichsweise teuren 7,25 %-Unternehmensanleihe der vormaligen MS Spaichingen GmbH zurückzuführen:

#### Entwicklung Finanzaufwand (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

#### Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2018

in Mio. €	31.12.2016	31.12.2017	30.06.2018
Eigenkapital	51,79	56,68	60,08
EK-Quote (in %)	33,7%	37,1%	35,7%
Operatives Anlagevermögen	67,95	62,26	63,40
Net Working Capital	37,83	44,73	56,38
Cashflow (operativ)	7,07	5,85	-0,99
Cashflow (Investition)	-7,45	1,02	-6,06
Cashflow (Finanzierung)	-0,44	-6,02	-5,26

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Bei der Bilanzanalyse des MS-Konzerns wird insbesondere der stichtagsbedingte überproportionale Anstieg des Nettoumlaufvermögens (Working Capital) auf 56,38 Mio. € (VJ: 44,73 Mio. €) ersichtlich. Diese, vornehmlich aus dem Anstieg der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen resultierte Entwicklung, ist gemäß Unternehmensangaben temporärer Natur. Die sich daraus ergebende höhere Bindung liquider Mittel hatte einen negativen operativen Cashflow in Höhe von -0,99 Mio. € zur Folge. Grundsätzlich verfügt der MS-Konzern aber über auskömmliche Liquiditätszuflüsse aus dem operativen Geschäft.

Der Anstieg des Working Capitals hatte zudem eine Bilanzverlängerung zur Folge, was wiederum, trotz des ergebnisbedingten Anstiegs des Eigenkapitals, eine Minderung der EK-Quote nach sich gezogen hat. Der MS-Konzern ist jedoch mit einer EK-Quote in Höhe von 35,7 % (31.12.17: 37,1 %) nach wie vor sehr solide finanziert.

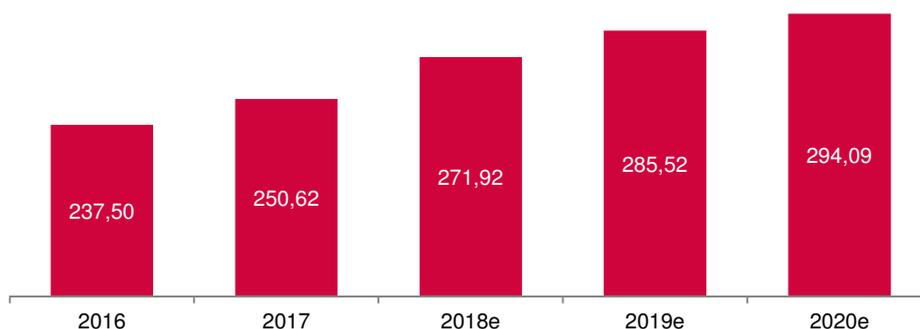
## PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse	250,62	271,92	285,52	294,09
EBITDA (Marge)	22,03 (8,8%)	25,05 (9,2%)	27,63 (9,7%)	29,67 (10,1%)
EBIT (Marge)	8,97 (3,6%)	13,55 (5,0%)	15,63 (5,5 %)	17,17 (5,8%)
Jahresüberschuss	7,02	8,68	10,24	11,18
EPS in €	0,24	0,29	0,34	0,37

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Mit Veröffentlichung der Halbjahreszahlen 2018 hat das Management der MS Industrie AG die im Geschäftsbericht 2017 publizierten Prognosen bestätigt. Unverändert werden dabei Umsatzerlöse in Höhe von rund 270 Mio. €, ein leicht steigendes EBITDA sowie, aufgrund rückläufiger Abschreibungen, eine deutliche Verbesserung des EBIT in Aussicht gestellt. Mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 13,2 % auf 140,32 Mio. €, einem EBITDA-Anstieg in Höhe von 12,8 % sowie einer deutlichen EBIT-Verbesserung in Höhe von 46,0 % liegen die Halbjahreszahlen des MS-Konzerns im Rahmen der Unternehmens-Guidance sowie unserer Erwartungen. Auf Basis der bestätigten Unternehmensprognose behalten wir unsere bisherigen Schätzungen (siehe Researchstudie vom 08.06.2018) bei.

### Umsatzprognose (in Mio. €)



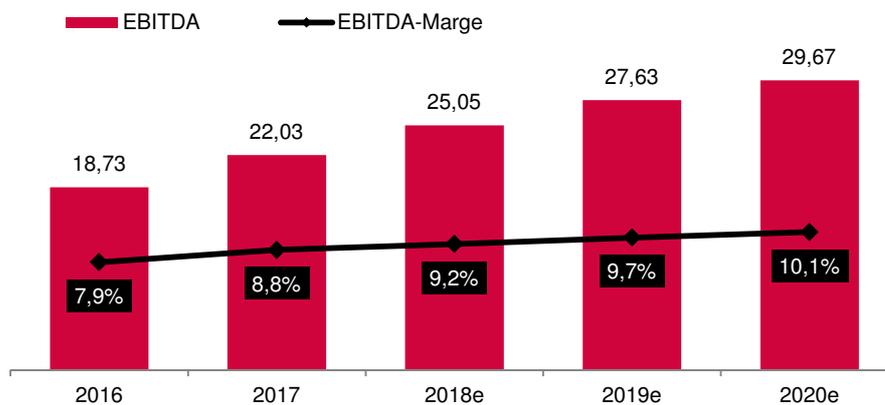
Quelle: GBC AG

Unsere Umsatzprognose für das laufende Geschäftsjahr in Höhe von 271,92 Mio. € sowie das erwartete einstellige Umsatzwachstum der kommenden Geschäftsjahre basiert dabei auf der Annahme einer unverändert positiven Nachfrageentwicklung der Nutzfahrzeugbranche in Europa und in den USA. Im ersten Halbjahr legten die Verkaufszahlen in den USA um 8 % zu und in Europa war die Entwicklung mit einem Verkaufsplus von 3,9 % unverändert positiv. Diese Tendenzen werden sich auch positiv auf das zweite Halbjahr auswirken, da die Marktbewegungen in der Regel mit einem 6-monatigen Zeitversatz bei der MS-Gruppe ankommen. Weiter steigende Frachtraten, schärfere Abgasvorschriften sowie ein hoher Druck für Ersatzinvestitionen bei den großen Logistikunternehmen sind wichtige Faktoren für die Marktentwicklung der kommenden Geschäftsjahre.

Parallel dazu sollte der Ultraschall-Bereich, sowohl getrieben von den Sondermaschinen als auch bei Serienmaschinen, ebenfalls zweistellige Wachstumsraten verzeichnen. Im ersten Halbjahr hat die MS-Gruppe eine Reihe von Messen und Konferenzen besucht, um insbesondere diesen Geschäftsbereich voranzubringen. Neben dem Trend zu mehr PKW-Modellen mit einem zunehmend höheren Kunststoffanteil, sollte die in 2016 eingeführte Serienmaschine „MS-soniTOP“ die Erschließung neuer Kundengruppen ermöglichen. Per Ende Juni 2018 lag der Auftragsbestand in diesem Segment um rund 14 % über den durchschnittlichen Auftragsbestand des Vorjahres.

Ausgehend vom erwarteten Umsatzanstieg sollte die MS-Gruppe in der Lage sein, eine sukzessive Rentabilitätsverbesserung zu erreichen. Dies deckt sich auch mit der Unternehmens-Guidance, wonach beim EBIT ein im Vergleich zum Umsatz überproportionaler Anstieg erwartet wird. Grundsätzlich erwarten wir, insbesondere vor dem Hintergrund einer zunehmenden Bedeutung des margenstarken Ultraschall-Segments, eine Verbesserung der Rohertragsmarge. Diese dürfte sich auch in einem überproportionalen Anstieg des EBITDA und des EBIT wiederfinden, zumal die Gesellschaft kontinuierlich an Prozessverbesserungen sowie an einer Steigerung des Automatisierungsgrades arbeitet. Weitere Margenimpulse könnten sich zudem, ab 2021, durch den Wegfall von Setzlieferanten ergeben.

**Prognose des EBITDA (in Mio. €) und der EBITDA-Marge (in %)**



Quelle: GBC AG

Die von uns für das Geschäftsjahr 2020 erwartete EBITDA-Marge haben wir als langfristiges Niveau der Stetigkeitsphase im DCF-Bewertungsmodell herangezogen. Parallel zu den unveränderten Umsatz- und Ergebnisprognosen haben wir unser DCF-Bewertungsmodell unverändert gelassen. Das Kursziel von 5,70 € je Aktie bietet auf aktuellem Kursniveau weiterhin ein ausreichendes Kurspotenzial und daher vergeben wir unverändert das Rating KAUFEN.

## 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 Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

### 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 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 anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

#### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

#### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

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

#### **§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter

Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

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

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

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen 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:

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

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

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

**§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 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,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 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, Kristina Bauer, Email: bauer@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), Finanzanalyst**  
**Matthias Greiffenberger, M.Sc., 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](mailto: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](mailto:office@gbc-ag.de)