

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

Rating: KAUFEN
Kursziel 2,85 EUR
(bisher: 2,45 EUR)

Aktueller Kurs: 1,30
 16.12.22 / XETRA / 17:36 Uhr
 Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005855183
 WKN: 585518
 Börsenkürzel: MSAG

Aktienanzahl³: 30,00
 Marketcap³: 38,87
 EnterpriseValue³: 103,26
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 52,0 %

Transparenzlevel:
 General Standard

Marktsegment:
 Regulierter Markt

Rechnungslegung:
 IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
 filker@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger
 greiffenberger@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 7

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 19.12.22 (09:00 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 19.12.22 (11:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2023

Unternehmensprofil

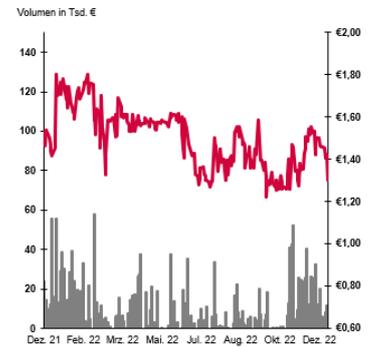
Branche: Industrie
 Fokus: Motoren- und Antriebstechnik, Ultraschalltechnik

Mitarbeiter: 810 (30.09.2022)

Gründung: 1991

Firmensitz: München

Branche: Industrie



Die MS Industrie AG mit Sitz in München ist die börsennotierte Muttergesellschaft einer fokussierten Industrie-Gruppe mit den Geschäftsfeldern Antriebstechnik („Powertrain Technology Group“ oder „PTG“: Systeme und Komponenten für schwere Verbrennungsmotoren sowie Hybrid- und E-Antriebe) und Ultraschalltechnik („Ultrasonic Technology Group“ oder „UTG“: Sondermaschinen, Serienmaschinen sowie Ultraschallsysteme und -komponenten). Zu den wesentlichen Kundenbranchen zählen die weltweite Nutzfahrzeug- und die Pkw-Industrie, gefolgt von der Verpackungsmaschinenindustrie und dem allgemeinen Maschinen- und Anlagenbau. Im Rahmen ihrer Strategie konzentriert sich die MS Industrie AG auf vorwiegend organisches Wachstum und Beteiligungen innerhalb der bestehenden industriellen Kernkompetenzen sowie auf ergänzende Dienstleistungen.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2021	31.12.2022e	31.12.2023e	31.12.2024e
Umsatz	164,67	204,70	232,54	243,11
EBITDA	9,12	16,48	23,35	29,80
EBIT	-4,43	5,08	8,65	14,20
Jahresüberschuss	-3,99	2,15	4,41	8,36

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,13	0,07	0,15	0,28
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,63	0,50	0,44	0,42
EV/EBITDA	11,33	6,26	4,42	3,47
EV/EBIT	neg.	20,31	11,94	7,27
KGV	neg.	18,10	8,82	4,65
KBV	0,57			

Finanztermine

****letzter Research von GBC:**

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

14.09.2022: RS / 2,45 / KAUFEN

30.05.2022: RS / 2,50 / KAUFEN

24.11.2021: RS / 2,70 / KAUFEN

09.09.2021: RS / 2,90 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

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“

9 Monate 2022: Wachstumskurs auch im dritten Quartal fortgesetzt; Umsatzwachstum in Höhe von 20,3 % erreicht; EBIT deutlich gesteigert; Prognosen und Kursziel angehoben

in Mio. €	9M 2019	9M 2020	9M 2021	9M 2022
Umsatzerlöse	174,7	118,3	123,0	148,1
EBITDA (Marge)	32,4 (18,6%)	1,2 (1,0%)	6,5 (5,3%)	13,2 (8,9%)
EBIT (Marge)	21,8 (12,5%)	-8,8 (neg.)	-3,8 (neg.)	4,4 (3,0%)
Periodenergebnis	18,4	-7,2	-3,2	2,3

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Mit der Veröffentlichung der 9-Monatszahlen 2022 hat die MS Industrie AG eine Fortsetzung der im bisherigen Jahresverlauf positiven Geschäftsentwicklung präsentieren können. Nachdem in den vorangegangenen beiden ersten Quartalen jeweils deutliche Umsatz-Wachstumsraten in Höhe von 12,7 % (Q1 2022) bzw. in Höhe von 18,8 % (Q2 2022) erreicht wurden, legte im dritten Quartal das Umsatzwachstum auf 30,1 % deutlich zu. Die hohe Wachstumsdynamik des dritten Quartals ist auch auf die besonders schwache Entwicklung des Vorjahreswertes zurückzuführen, wo die Lieferengpässe zu Produktionsstopps bei den Hauptkunden der MS Industrie AG geführt hatten.

Im laufenden Geschäftsjahr liegt dabei eine deutlich stabilere Geschäftsentwicklung vor, so dass auf Sicht der ersten neun Monate ein Umsatzanstieg in Höhe von 20,3 % auf 148,1 Mio. € (VJ: 123,0 Mio. €) erreicht wurde. Dies ist als Erfolg zu werten, insbesondere vor dem Hintergrund des vorherrschenden schwierigen Umfelds, welches von Kostensteigerungen, Lieferkettenproblemen oder einem erhöhten Krankenstand geprägt war.

Trotz des herausfordernden Marktumfelds hat die Gesellschaft im Powertrain-Segment im bisherigen Jahresverlauf von einer Erholung der Nachfrage bei schweren Nutzfahrzeugen profitiert. Gemäß Branchenverband ACEA lagen die Neuzulassungen bei den für die MS Industrie relevanten Nutzfahrzeuge über 16 Tonnen in den ersten neun Monaten um 4,6 % über dem Vorjahreswert. Im September wurde sogar ein starker Anstieg der Neuzulassungszahlen in Höhe von 21,0 % ermittelt. Auch der MS-Großkunde Daimler Trucks hat in Europa im Q3 einen Anstieg der Absatzzahlen auf 42.305 (VJ: 31.691) und damit ein Wachstum in Höhe von 33,5 % präsentiert. Dies erklärt auch den starken Umsatzanstieg in Powertrain-Segment in Höhe von 22 %.

Aber auch im Ultraschall-Bereich verzeichnete die Gesellschaft mit einem Umsatzplus in Höhe von 17 % ebenfalls eine deutlich positive Entwicklung. Bereits zum Halbjahr war dabei sichtbar, dass innerhalb dieses Segments insbesondere die „Ultraschall-Serienmaschinen“ sowie die „Ultraschall Systeme und Komponenten“ jeweils deutliche Wachstumsraten beigesteuert haben. Demgegenüber dürfte aber weiterhin eine schwächere Entwicklung bei den „Ultraschall-Sondermaschinen“ vorgelegen haben. Hier dürfte die Lieferketten-Problematik zu verzögerten Auslieferungen geführt haben.

Parallel zum deutlich ausgebauten Umsatzniveau legten auch alle wesentlichen Ergebniskennziffern signifikant zu. Sowohl das EBITDA in Höhe von 13,2 Mio. € (VJ: 6,5 Mio. €) als auch das EBIT in Höhe von 4,4 Mio. € (VJ: -3,8 Mio. €) lagen dabei sichtbar über dem Vorjahresniveau.

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 22e (alt)	GJ 22e (neu)	GJ 23e (alt)	GJ 23e (neu)	GJ 24e (alt)	GJ 24e (neu)
Umsatzerlöse	200,73	204,70	218,63	232,54	235,99	243,11
EBITDA (EBITDA-Marge)	18,92 (9,4%)	16,48 (8,1%)	23,51 (10,8%)	23,35 (10,0%)	26,45 (11,2%)	29,80 (12,3%)
EBIT (EBIT-Marge)	6,42 (3,2%)	5,08 (2,5%)	10,31 (4,7%)	8,65 (3,7%)	13,45 (5,7%)	14,20 (5,8%)
Jahresüberschuss	3,22	2,15	5,57	4,41	7,84	8,36
EPS in €	0,11	0,07	0,19	0,15	0,26	0,28

Quelle: GBC AG

Mit Veröffentlichung des 9-Monatsberichtes hat das Management der MS Industrie AG die bisherige Guidance bestätigt. Unverändert wird dabei ein industrieller Konzern-Umsatz in Höhe von 200 Mio. € erwartet, bei deutlich steigenden EBITDA, EBIT und EBT. Auch der Jahresüberschuss sollte wieder ins Positive drehen. Mit Blick auf die erreichten Werte nach neun Monaten ist die Bestätigung der Guidance nachvollziehbar. Zumal die Auftragsbestände per 30.09.2022 mit 140,8 Mio. € (30.09.2021: 114,1 Mio. €) um 23,4 % über dem Vorjahreswert liegen. Als Einschränkung sieht der MS-Vorstand die im Ultraschall-Segment bestehenden Lieferengpässe. Insbesondere in diesem Segment könnte es in den kommenden Monaten zu verzögerten Maschinen-Auslieferungen kommen. Hier rechnet der Vorstand, dass sich Umsatzerlöse in Höhe von rund 10 Mio. € in das kommende Geschäftsjahr verschieben werden. Da die Gesellschaft gemäß IFRS die Aufträge nach Percentage of Completion (PoC) erfasst, dürfte die Verschiebung keine deutliche Auswirkung auf das Umsatzvolumen haben, auf Ergebnisebene dürfte es aber zu einer Margenverschiebung kommen. Umsatzseitig sollte insbesondere das im vierten Quartal erwartete hohe Auslieferungsniveau im Powertrain-Segment zu etwas höheren Umsätzen als bislang von uns erwartet führen, weswegen wir diese auf 204,70 Mio. € (bisherige Schätzung: 200,73 Mio. €) anheben. Die Verschiebung von Ultraschall-Aufträgen in das kommende Geschäftsjahr könnte demgegenüber zu Ergebnisverschiebungen führen, weswegen wir das EBITDA, trotz der leichten Prognoseanhebung bei den Umsätzen, auf 16,48 Mio. € (bisherige Schätzung: 18,92 Mio. €) reduzieren.

Für die kommenden beiden Geschäftsjahre 2023 und 2024 nehmen wir hingegen stärkere Prognoseanpassungen vor. Einerseits liegen im Powertrain-Segment positive Marktsignale für die kommenden Geschäftsjahre vor. Dies lässt sich auch anhand der positiven Auftragslage ablesen, auf deren Basis in 2023 im Powertrain-Segment Umsatzerlöse in Höhe von rund 160 Mio. € realistisch sind. Zudem war die Gesellschaft in der Lage, Preiserhöhungen weiterzugeben. Damit dürfte ein Teil des höheren erwarteten Umsatzwachstums auf den Ausgleich der Inflation zurückzuführen sein. Parallel dazu sollten die Liefer-schwierigkeiten im Ultraschall-Segment ab Mitte 2023 keine nennenswerten Auswirkungen mehr haben. Während im Ultraschall-Sondermaschinenbau Nachholeffekte für eine stärkere Geschäftsbelebung sorgen dürften, sollte in den beiden weiteren Ultraschall-Bereichen die positive Entwicklung fortgesetzt werden. In Summe heben wir unsere Umsatz-schätzungen für 2023 auf 232,54 Mio. € (bisher: 218,63 Mio. €) und für 2024 auf 243,11 Mio. € (bisher: 235,99 Mio. €) an. Während die Ergebnisentwicklung in 2023 noch von Verzögerungen bei der Produktionsautomatisierung (Lieferschwierigkeiten bei Maschinenlieferanten) geprägt sein dürfte, sollte das EBITDA im darauffolgenden Geschäftsjahr von einer Margenverbesserung gekennzeichnet sein. Trotz höherer Umsatzschätzungen behalten wir die EBITDA-Prognose für 2023 mit 23,35 Mio. € (bisher: 23,51 Mio. €) nahezu unverändert bei. Für 2024 heben wir unsere EBITDA-Schätzung auf 29,80 Mio. € (bisher: 26,45 Mio. €) hingegen an.

Im Rahmen unseres angepassten DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 2,85 € (bisher: 2,45 €) ermittelt. Trotz einer leichten Anhebung des risikolosen Zinssatzes auf 1,50 % (bisher: 1,25 %) führt insbesondere die angehobene Ergebnis-Prognose ab dem Geschäftsjahr 2024 zur Kurszielanhebung. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

Bewertung

Modellannahmen

Die MS Industrie AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2022 bis 2024 in Phase 1, erfolgt von 2025 bis 2029 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 3,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 11,5 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % 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 2,0 %.

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 1,50 % (bisher 1,25 %).**

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 1,67 (bisher: 1,67).

Unter Verwendung der getroffenen Annahmen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten in Höhe von 10,69 % (bisher: 10,44 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikolosen Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90,0 % unterstellen, ergeben sich gewichtete Kapitalkosten (WACC) von 9,85 % (bisher: 9,62 %).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen des angepassten DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 2,85 € (bisher: 2,45 €) ermittelt. Die Kurszielanhebung ist insbesondere eine Folge der angehobenen Prognosen für das Geschäftsjahr 2024 und infolgedessen der höheren Basis für die Stetigkeitsphase des Bewertungsmodells.

MS Industrie AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	12,3%	ewige EBITA - Marge	7,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	17,4%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	22,8%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	204,70	232,54	243,11	250,41	257,92	265,66	273,63	281,83	
US Veränderung	24,3%	13,6%	4,5%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,19	2,49	2,71	2,97	3,28	3,59	3,90	4,21	
EBITDA	16,48	23,35	29,80	30,69	31,61	32,56	33,54	34,55	
EBITDA-Marge	8,1%	10,0%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	
EBITA	5,08	8,65	14,20	15,09	16,99	18,91	20,70	22,37	
EBITA-Marge	2,5%	3,7%	5,8%	6,0%	6,6%	7,1%	7,6%	7,9%	7,3%
Steuern auf EBITA	-1,02	-2,59	-4,26	-4,53	-5,10	-5,67	-6,21	-6,71	
zu EBITA	20,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	4,07	6,05	9,94	10,57	11,89	13,24	14,49	15,66	
Kapitalrendite	3,2%	4,3%	6,8%	7,3%	8,4%	9,6%	10,8%	11,8%	11,1%
Working Capital (WC)	46,20	52,00	55,00	57,09	58,81	60,57	62,39	64,26	
WC zu Umsatz	22,6%	22,4%	22,6%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	
Investitionen in WC	-1,97	-5,80	-3,00	-2,09	-1,71	-1,76	-1,82	-1,87	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	93,66	93,46	89,86	84,26	78,63	73,98	70,14	66,96	
AFA auf OAV	-11,40	-14,70	-15,60	-15,60	-14,63	-13,65	-12,84	-12,18	
AFA zu OAV	12,2%	15,7%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	
Investitionen in OAV	-23,00	-14,50	-12,00	-10,00	-9,00	-9,00	-9,00	-9,00	
Investiertes Kapital	139,86	145,46	144,86	141,35	137,43	134,55	132,52	131,22	
EBITDA	16,48	23,35	29,80	30,69	31,61	32,56	33,54	34,55	
Steuern auf EBITA	-1,02	-2,59	-4,26	-4,53	-5,10	-5,67	-6,21	-6,71	
Investitionen gesamt	-21,21	-20,15	-14,85	-11,94	-10,71	-10,76	-10,82	-10,87	
Investitionen in OAV	-23,00	-14,50	-12,00	-10,00	-9,00	-9,00	-9,00	-9,00	
Investitionen in WC	-1,97	-5,80	-3,00	-2,09	-1,71	-1,76	-1,82	-1,87	
Kaufpreiszahlungen	3,76	0,15	0,15	0,15	0,00	0,00	0,00	0,00	
Nicht liquiditätswirksame Effekte	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-5,74	0,61	10,69	14,23	15,81	16,12	16,51	16,96	152,44

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	138,26	151,27
Barwert expliziter FCFs	59,27	64,50
Barwert des Continuing Value	78,99	86,77
Nettoschulden (Net debt)	64,26	66,00
Wert des Eigenkapitals	74,00	85,26
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	74,00	85,26
Ausstehende Aktien in Mio.	29,90	29,90
Fairer Wert der Aktie in EUR	2,47	2,85

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,67
Eigenkapitalkosten	10,7%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	25,0%
WACC	9,8%

Kapitalrendite	WACC				
	9,2%	9,5%	9,8%	10,1%	10,4%
10,6%	3,02	2,85	2,69	2,55	2,42
10,9%	3,11	2,93	2,77	2,62	2,49
11,1%	3,20	3,02	2,85	2,70	2,56
11,4%	3,29	3,10	2,93	2,77	2,63
11,6%	3,37	3,18	3,01	2,85	2,70

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>

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>

§ 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>

§ 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 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

Marcel Goldmann, 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