



## **Researchstudie (Anno)**



**Marktdurchdringung des Weltmotors  
sorgt für Wachstum in den kommenden  
Jahren - Umfangreiche Erweiterungs-  
investitionen abgeschlossen**

**Kursziel: 2,40 €**

**Rating: Kaufen**

---

**WICHTIGER HINWEIS:**  
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 16 ff

---

**Kaufen**

**Kursziel: 2,40**

aktueller Kurs: 1,75  
16.5.2013 / ETR

Währung: EUR

**Stammdaten:**

ISIN: DE0005855183

WKN: 585518

Börsenkürzel: MSAG

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 29,260

Marketcap<sup>3</sup>: 51,21  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 114,59  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 54,0 %

Transparenzlevel:  
General Standard

Marktsegment:  
Regulierter Markt

Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:  
CBS  
BIW Bank AG / BankM

**Analysten:**

Philipp Leibold  
[leibold@gbc-ag.de](mailto:leibold@gbc-ag.de)

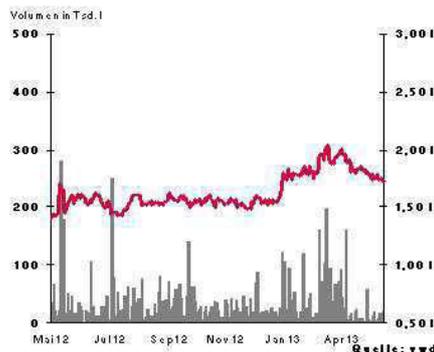
Felix Gode  
[gode@gbc-ag.de](mailto:gode@gbc-ag.de)

\* Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf  
Seite IV

**MS Industrie AG <sup>\*5</sup>**

**Unternehmensprofil**

Branche: Industrie  
Fokus: Motorentechnik, Schweißtechnik  
Mitarbeiter: 867 Stand: 31.12.2012  
Gründung: 1991  
Firmensitz: München  
Vorstand: Dr. Andreas Aufschnaiter, 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 Ultraschalltechnik, flankiert durch ausgesuchte Engagements im industriellen Immobiliensektor. Ursprünglich in 1991 gegründet als „Gesellschaft für Consulting & Implementierung“ (GCI), vollzog die ehemalige GCI im Jahr 2001 als Beteiligungsgesellschaft den Gang an die Frankfurter Börse. Seit 2010 fokussierte sie sich als GCI Industrie AG und seit Juli 2012 als MS Industrie AG auf Produktionsunternehmen in den oben genannten Bereichen.

**Daten & Prognosen**

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013e	31.12.2014e
Umsatz	154,26	174,85	183,50	203,00
EBITDA	20,94	16,29	18,44	20,64
EBIT	9,18	6,02	9,44	11,64
Jahresüberschuss	2,11	2,08	3,88	5,70

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,07	0,07	0,13	0,19
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,71	0,66	0,62	0,56
EV/EBITDA	5,26	7,03	6,21	5,55
EV/EBIT	12,00	19,03	12,14	9,84
KGV	24,31	24,63	13,21	8,99
KBV		1,25		

**Finanztermine:**

**Datum: Ereignis**  
25.06.2013: Hauptversammlung  
August 2013: Veröffentlichung HJ-Bericht

**\*\*letztes Research von GBC:**

**Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating**  
12.2.2013: RG / 2,40 / KAUFEN  
5.11.2012: RG / 2,40 / KAUFEN  
29.8.2012: RS / 2,40 / KAUFEN  
20.6.2012: RS / 2,30 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;  
\*\* oben aufgeführte Researchstudie kann unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

# Inhaltsangabe

## Unternehmen

Aktionärsstruktur.....	3
Konsolidierungskreis.....	3

## Markt und Marktumfeld

4

## Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick.....	5
Geschäftsentwicklung 2012.....	6
Umsatzentwicklung.....	6
Ergebnisentwicklung.....	7
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	9
SWOT-Analyse MS Industrie AG.....	10
Prognose und Modellannahmen.....	11
Umsatzprognosen.....	11
Ergebnisprognosen.....	12

## Bewertung/ Fazit

DCF-Bewertung.....	13
Modellannahmen.....	13
Bestimmung der Kapitalkosten.....	13
Bewertungsergebnis.....	13
DCF-Betrachtung.....	14
Fazit .....	15

## Anhang

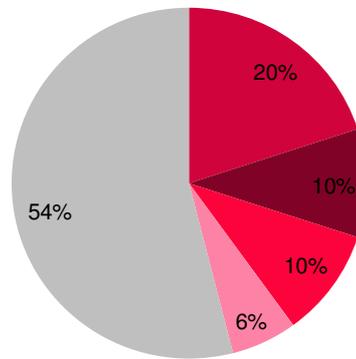
Disclaimer und Haftungsausschluss .....	16
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	18

# Unternehmen

## Aktionärsstruktur

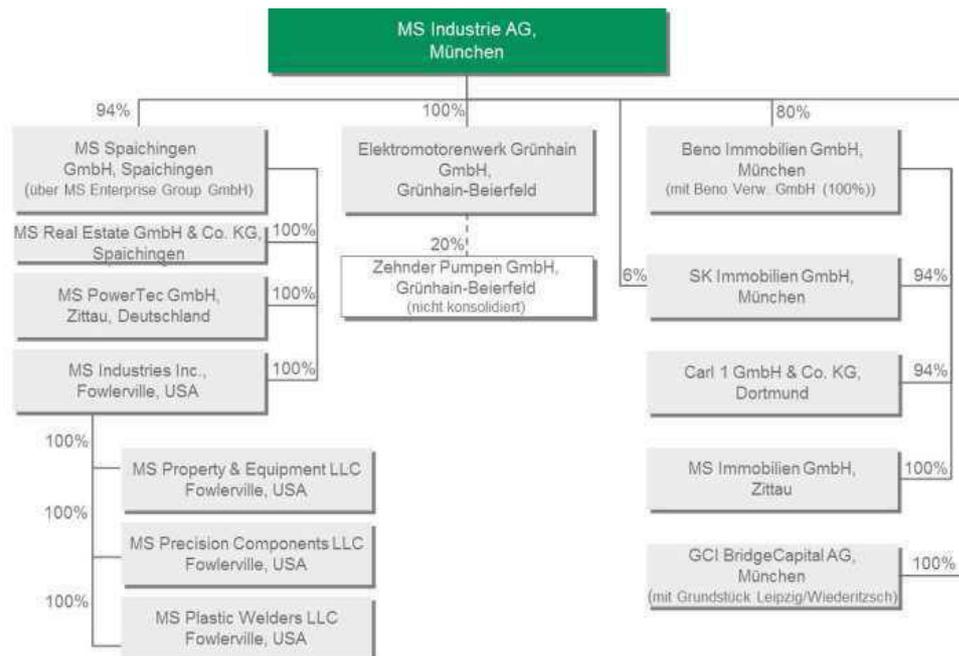
Aktionär	Anteil
MS ProActive Beteiligungs GmbH & Co. KG	20 %
Dreyer Ventures & Management	10 %
Vorstand / Management	10 %
MM Vermögensverwaltungs GmbH & Co. KG	6 %
<b>Streubesitz</b>	<b>54 %</b>

Aktionärsstruktur



Quelle: MS Industrie, GBC

## Konsolidierungskreis



Quelle: MS Industrie, GBC

## Markt und Marktumfeld

### Branchenentwicklung - Unterschiedliche regionale Entwicklung des LKW-Marktes

Der globale LKW-Markt konnte auch in 2012 weiter wachsen, allerdings wurden die hohen Wachstumsraten der beiden vorangegangenen Jahre nicht erreicht. Für den Bereich der LKW über 6 Tonnen erwartet der Verband der Automobilindustrie (VDA) ein Wachstum von 5 % auf 3,27 Mio. Neuzulassungen. Dabei entwickelten sich die verschiedenen regionalen Märkte sehr unterschiedlich. So reduzierten sich die Absatzzahlen in Europa deutlich, während der Markt in Nordamerika ein deutliches Wachstum vorweisen konnte.

In Europa gingen die Investitionen von europäischen Flottenbetreibern und Speditionen infolge der Staatsschuldenkrise zurück. Der westeuropäische Markt für LKW über 6 Tonnen hatte laut VDA 250.000 Neuzulassungen zu verzeichnen, was einem Rückgang von rund 5 % gegenüber dem Jahr 2011 entspricht. Der Branchenverband ACEA ermittelte für Gesamteuropa bei mittelschweren und schweren Trucks einen rückläufigen Absatz von 8,7% auf 295.610 Fahrzeuge. Gemäß VDA gingen die Neuzulassungen für schwere Nutzfahrzeuge (über 6 t) in Deutschland nach einem kräftigen Wachstum von 21 % im Vorjahr deutlich zurück. Der Absatz reduzierte sich demnach in 2012 um 11 % auf 79.000 Einheiten.

Dagegen setzte sich in Nordamerika der Abbau des Investitionsstaus fort. Der nordamerikanische Markt verzeichnete im Berichtsjahr 2012 daher erneut ein deutliches Wachstum. Nach Hochrechnungen des Marktforschungsunternehmens ACT Research konnte in 2012 die Produktion von schweren LKW der Klasse 8 in den USA um rund 9 % und in Kanada um rund 11% gesteigert werden. Im Kreis der BRIC-Länder ist für 2012 vor allem der russische Markt positiv hervorzuheben. Laut VDA lag das Wachstum hier bei Fahrzeugen über 6 Tonnen bei rund 25 % auf mehr als 160.000 Fahrzeuge. In Brasilien wirkte sich zunächst noch die verschärfte Emissionsnorm aus, die 2011 zu Vorzieheffekten geführt hatte. Im Jahresverlauf 2012 zeigten sich jedoch Erholungstendenzen des Marktes, der auf mittelfristige Sicht nach wie vor weiteres hohes Wachstumspotenzial verspricht. Für die Region China ermittelte der nationale Branchenverband CAAM in 2012 ein rückläufiges Marktvolumen von rund 6%.

Bei der weltweiten Nachfrage nach mittelschweren und schweren LKW ist für das laufende Jahr 2013 von einem erkennbaren Wachstum auszugehen. Und auch in den Folgejahren sind die Perspektiven aufgrund des international zunehmenden Güterverkehrs hoffnungsvoll. So rechnen zwar sowohl Daimler als auch MAN in Europa mit einer weiterhin rückläufigen Marktentwicklung, jedoch sollte dieser Rückgang durch ein hohe Nachfrage aus den Regionen Asien und anderen Schwellenländern überkompensiert werden.

Für Nordamerika geht das Marktforschungsunternehmens ACT nach den hohen Wachstumsraten in den Vorjahren nun von einer Marktstabilisierung auf hohem Niveau aus, bevor im kommenden Jahr 2014 wieder ein deutlicher Anstieg des LKW-Absatzes von über 10 % prognostiziert wird. Daimler zeigt sich hier im Ausblick des Geschäftsberichts 2012 konservativer und erwartet im laufenden Jahr einen Rückgang des nordamerikanischen Marktes von 5 bis 10 %.

Für China sollte es dagegen in 2013 zu einer Markterholung kommen. Der nationale Branchenverband CAAM prognostiziert für den weltweit größten LKW-Markt ein Wachstum von 1% auf dann rund 3,9 Mio. Einheiten. Deutliche Impulse werden zudem auch in Brasilien vorausgesagt. Mittelfristig wird Brasilien ein jährlicher Absatz von über 200.000 mittelschweren bis schweren LKW zugesprochen. Der Konzern MAN erwartet für den Nutzfahrzeugmarkt in Brasilien ein leichte Absatzsteigerung im laufenden Jahr, gefolgt von einem stärkeren Wachstum im Folgejahr 2014.

## Unternehmensentwicklung & Prognose

### Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2011	Δ in %	GJ 2012	Δ in %	GJ 2013e	Δ in %	GJ 2014e	Δ in %
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>154,264</b>	<b>99,40%</b>	<b>174,845</b>	<b>100,32%</b>	<b>183,500</b>	<b>100,00%</b>	<b>203,000</b>	<b>100,00%</b>
Bestandsveränderungen	0,937	0,60%	-0,558	-0,32%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Sonstige betriebliche Erträge	10,901	7,02%	6,437	3,69%	5,000	2,72%	5,000	2,46%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>166,102</b>	<b>107,02%</b>	<b>180,724</b>	<b>103,69%</b>	<b>188,500</b>	<b>102,72%</b>	<b>208,000</b>	<b>102,46%</b>
Materialaufwand	-89,164	-57,45%	-100,655	-57,75%	-106,063	-57,80%	-119,364	-58,80%
Personalaufwand	-33,172	-21,37%	-37,973	-21,79%	-39,000	-21,25%	-41,500	-20,44%
Abschreibungen	-11,756	-7,57%	-10,267	-5,89%	-9,000	-4,90%	-9,000	-4,43%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-22,830	-14,71%	-25,808	-14,81%	-25,000	-13,62%	-26,500	-13,05%
<b>EBIT</b>	<b>9,180</b>	<b>5,91%</b>	<b>6,021</b>	<b>3,45%</b>	<b>9,437</b>	<b>5,14%</b>	<b>11,636</b>	<b>5,73%</b>
Finanzerträge	0,121	0,08%	1,391	0,80%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Finanzaufwendungen	-7,515	-4,84%	-6,663	-3,82%	-3,900	-2,13%	-3,500	-1,72%
<b>EBT</b>	<b>1,786</b>	<b>1,15%</b>	<b>0,749</b>	<b>0,43%</b>	<b>5,537</b>	<b>3,02%</b>	<b>8,136</b>	<b>4,01%</b>
Ertragsteuern	0,364	0,23%	1,330	0,76%	-1,661	-0,91%	-2,441	-1,20%
<b>Konzernjahresergebnis</b>	<b>2,150</b>	<b>1,39%</b>	<b>2,079</b>	<b>1,19%</b>	<b>3,876</b>	<b>2,11%</b>	<b>5,695</b>	<b>2,81%</b>
Minderheiten	-0,044	-0,03%	0,012	0,01%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
<b>Konzernjahresergebnis für Gesellschafter</b>	<b>2,106</b>	<b>1,36%</b>	<b>2,091</b>	<b>1,20%</b>	<b>3,876</b>	<b>2,11%</b>	<b>5,695</b>	<b>2,81%</b>

<b>EBITDA</b>	20,94	16,29	18,44	20,64
in %	13,5	9,4	10,0	10,2
<b>EBIT</b>	9,18	6,02	9,44	11,64
in %	5,9	3,5	5,1	5,7
<b>Aktienanzahl in Mio. Stück</b>	28,929	29,257	29,257	29,257
<b>Ergebnis je Aktie in €</b>	0,07	0,07	0,13	0,19
<b>Dividende je Aktie in €</b>	0,00	0,00	0,00	0,00

## Unternehmensentwicklung & Prognose

### Geschäftsentwicklung 2012

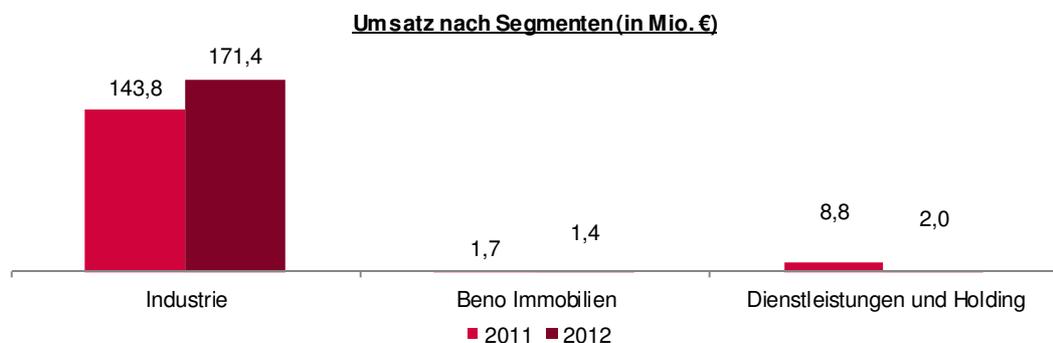
in Mio. €	2011	Δ 2011/2012	2012
Umsatzerlöse	154,26	+ 13,3 %	174,85
EBITDA	20,94	-22,2 %	16,29
EBITDA-Marge	13,5 %	-4,1 Pp.	9,4 %
Bereinigtes EBITDA	13,44	+ 18,0 %	15,86
Bereinigte EBITDA-Marge	8,7 %	+0,4 Pp.	+ 9,1 %
EBIT	9,18	-34,4 %	6,02
EBIT-Marge	5,9 %	-2,4 Pp.	3,5 %
Jahresüberschuss	2,11	-0,7 %	2,09
EPS in €	0,07		0,07

Quelle: MS Industrie, GBC

### Umsatzentwicklung - Starkes Wachstum in den beiden Bereichen Motorentechnik und Schweißtechnik

Das abgelaufene Geschäftsjahr 2012 war geprägt von einem deutlichen Wachstum, was vor allem auf eine starke Kundennachfrage in den Bereichen Motorentechnik und Schweißtechnik zurückzuführen ist.

Auf Konzernebene konnten die Umsatzerlöse im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 deutlich auf 174,85 Mio. € (VJ: 154,26 Mio. €) gesteigert werden. Dies entspricht einem Umsatzzuwachs von 13,3 %. Die nachfolgende Grafik zeigt die Umsatzentwicklung verteilt nach den verschiedenen Segmenten.

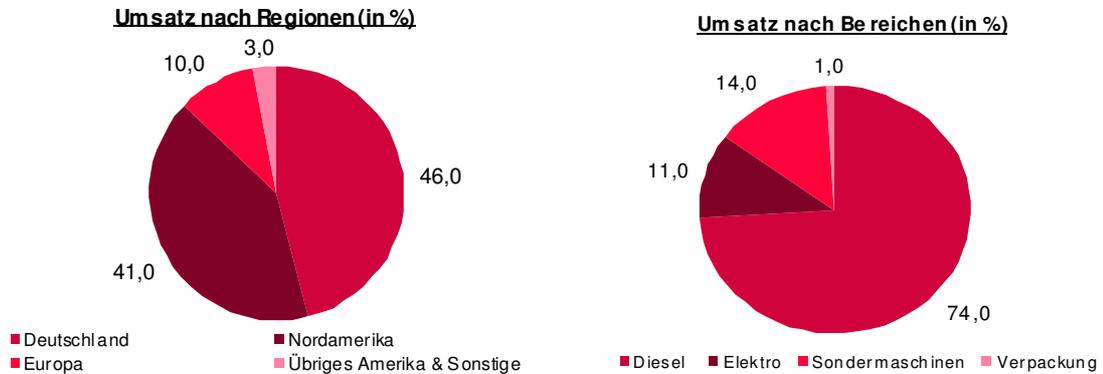


Quelle: MS Industrie, GBC

Verantwortlich für den deutlichen Umsatzanstieg im Segment Industrie zeigte sich die größte Tochtergesellschaft MS Spaichingen. Hier setzte sich der Wachstumskurs der vergangenen Jahre unverändert fort. MS Spaichingen verzeichnete in 2012 einen Umsatzzuwachs von 27,5 % auf 154,36 Mio. € gegenüber 121,08 Mio. € im Vorjahr. Hier profitierte MS Spaichingen von einer hohen Nachfrage im Bereich Motorentechnik. MS Spaichingen ist exklusiver Lieferant des Ventiltriebssystems für die neue Motorengeneration „NEG“ (New Engine Generation) von Daimler.

Laut Geschäftsbericht entfielen in 2012 rund 100 Mio. € auf zwei Kunden. Dabei sollte es sich nach unserer Einschätzung um die beiden Kunden Daimler Trucks und Detroit Diesel, eine Tochtergesellschaft der Daimler AG, handeln. Auch die Umsätze mit dem Kunden MAN haben sich nach unserer Ansicht positiv entwickelt. Hier fertigt MS Spaichingen unter anderem Kipphebelwerke für MAN.

Durch die fortschreitende Marktdurchdringung der neuen Motorenreihe konnten insbesondere in Nordamerika (USA, Kanada) deutliche Fortschritte auf der Umsatzseite erreicht werden. Allein in Nordamerika legten die Umsätze in 2012 sehr dynamisch auf 74,12 Mio. € (VJ: 55,69 Mio. €) zu. Aber auch auf dem wichtigsten Absatzmarkt Deutschland konnte ein deutliches Umsatzplus erzielt werden. Hingegen entwickelte sich die Region Europa schwächer, insbesondere aufgrund des schwierigen makroökonomischen Umfelds in den südeuropäischen Ländern.



Quelle: MS Industrie, GBC

Sehr erfreulich entwickelte sich bei MS Spaichingen auch der zweite Geschäftsbereich Schweißtechnik. In diesem Segment konnten die Umsatzerlöse in 2012 um rund 30 % auf ca. 26 Mio. € gesteigert werden. MS Spaichingen liefert im Bereich Schweißtechnik Sondermaschinen sowohl an OEMs, als auch an Zulieferer der Automobilindustrie. Die Nachfrage nach Schweißsystemen ist vor allem abhängig von der Einführung neuer Modelle und weniger von der Anzahl der insgesamt produzierten Fahrzeuge. Des Weiteren profitiert die Gesellschaft von dem Trend, dass sich der Kunststoffanteil in den Fahrzeugen zunehmend erhöht.

Das am schnellsten wachsende Segment in 2012 waren die Ultraschall-Schweißsysteme. Hier beliefert MS Spaichingen Kunden aus der Verpackungsindustrie. Die Umsätze sollten sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 nach unserer Schätzung auf rund 1,5 Mio. € verdoppelt haben.

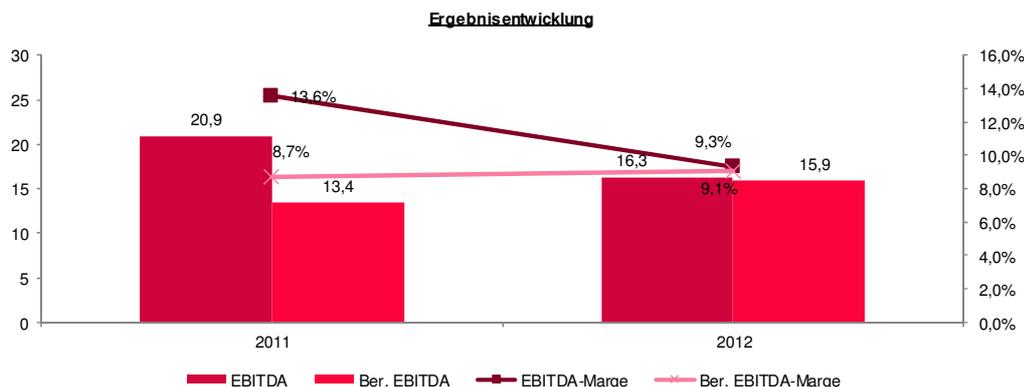
Die Tochtergesellschaft Elektromotorenwerk Grünhain (EMGR) produziert kundenspezifische Elektromotoren, in der Regel in kleineren Losgrößen und verfügt über eine breit gestreute Kundenbasis im industriellen Sektor. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 erzielte EMGR ein Umsatzvolumen von 17,07 Mio. € (VJ: 18,64 Mio. €). Im Vorjahr profitierte EMGR noch durch Vorzieheffekte im Zusammenhang mit einer neuen EU-Verordnung für Drehstrom-Normmotoren.

Die Beno Immobilien GmbH (Anteil: 80,0 %) erzielte in 2012 Umsätze von 1,44 Mio. € (VJ: 1,69 Mio. €). Die Gesellschaft verfügt über ein Immobilienportfolio, welches in 2012 die vier Standorte Frödenberg, Weinsberg, Grünhain und Zittau enthielt. Beno Immobilien investiert dabei ausschließlich im Bereich der Industrieimmobilien. Die Objekte hatten in 2012 eine Mietfläche von rund 57.000 qm.

### Ergebnisentwicklung - Deutlich verbessertes bereinigtes EBITDA

Das operative Ergebnis der MS Industrie AG wurde im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 noch durch einige Sondereffekte beeinflusst. Gegenüber den Vorjahren waren diese jedoch deutlich rückläufig, so dass das ausgewiesene operative Ergebnis die inzwischen erreichte Ertragskraft deutlich besser widerspiegelt als in den vergangenen Jahren.

Um diese Entwicklung zu verdeutlichen, haben wir im nachfolgenden Schaubild das ausgewiesene Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) sowie das um Sondereffekte bereinigte EBITDA jeweils für die Jahre 2011 und 2012 grafisch dargestellt.



Quelle: MS Industrie, GBC

Die sonstigen betrieblichen Erträge wurden in 2012 durch zwei Effekte positiv beeinflusst. Einerseits wurde ein Ertrag von 0,75 Mio. € aus der Folgebewertung von Immobilien bei der Tochtergesellschaft Beno Immobilien verbucht. Zudem fiel ein Ertrag von 1,01 Mio. € aus der Wertaufholung einer bereits abgeschriebenen Forderung an. Auf der Aufwandsseite belastete eine Rückstellung über 1 Mio. € im Zusammenhang mit der Insolvenz der Pfaff Industriemaschinen AG i. I.

Auf Ebene des bereinigten EBITDA zeigen sich nach unserer Ansicht am besten die bereits erreichten Fortschritte. Das um Sondereffekte bereinigte EBITDA lag im abgelaufenen Geschäftsjahr bei 15,86 Mio. €, was einer deutlichen Verbesserung gegenüber dem vergleichbaren Vorjahreswert von 13,44 Mio. € entspricht. Die bereinigte EBITDA-Marge konnte in 2012 somit auf 9,1 % (VJ: 8,7 %) gesteigert werden.

Die Abschreibungen lagen in 2012 mit 9,77 Mio. € annähernd auf dem Vorjahresniveau (VJ: 9,79 Mio. €). Dabei sind die Abschreibungen zum Großteil bei der Tochtergesellschaft MS Spaichingen angefallen. Die PPA-Abschreibungen waren in 2012 mit 2,21 Mio. € (VJ: 3,45 Mio. €) weiter rückläufig. Zudem fiel ein Wertminderungsaufwand von 0,5 Mio. € im Immobilienbereich an.

Das Finanzergebnis fiel im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 erwartungsgemäß negativ aus und belief sich auf -5,23 Mio. € (VJ: 7,39 Mio. €). Im Finanzergebnis ist ein einmaliger nicht liquiditätswirksamer Aufwand von 1,1 Mio. € im Zusammenhang mit der Neubewertung von Zinsswaps bei der Tochtergesellschaft MS Spaichingen enthalten.

Der Steueraufwand wurde in 2012 durch die Aktivierung von Verlustvorträgen positiv beeinflusst. Insgesamt lagen die Ertragssteuern bei 1,33 Mio. € (VJ: 0,36 Mio. €), was auf die Aktivierung von Verlustvorträgen zurückzuführen ist.

## Bilanzielle Situation - Erweiterungsinvestitionen erhöhen Nettoverschuldung

in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012
Eigenkapital	35,44	41,10
EK-Quote	24,9 %	26,8 %
Nettoverschuldung	58,91	63,38
Operatives Anlagevermögen	62,41	70,79
Net Working Capital	30,06	29,28

Quelle: MS Industrie, GBC

Die bilanzielle Lage der MS Industrie AG hat sich nach unserer Einschätzung im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 leicht verbessert. Deutlichere Fortschritte hinsichtlich der Nettoverschuldung erwarten wir mit Beginn des laufenden Geschäftsjahres 2013, da ein Großteil des umfangreichen Investitionsprogramms an den drei Standorten von MS Spaichingen (Webberville, Spaichingen und Zittau) inzwischen größtenteils abgeschlossen ist.

Die Eigenkapitalquote des Konzerns lag zum 31.12.2012 bei soliden 26,8 % (VJ: 24,9 %). Das Eigenkapital konnte gegenüber dem Vorjahr um mehr als 5 Mio. € erhöht werden. Hierfür verantwortlich war neben dem positiven Jahresüberschuss auch die Aufnahme einer sog. „ewigen Anleihe“ über 5,4 Mio. €. Dies ist im Zusammenhang mit dem Erwerb von Planvermögen zur Sicherung von Pensionsverpflichtungen der MS Spaichingen im Rahmen eines Treuhandmodells zu sehen.

Positiv werten wir zudem die Tatsache, dass die MS Industrie AG im Zusammenhang mit den umfangreichen Investitionen am Standort Zittau Investitionszuschüsse und -zulagen erhielt. Diese beiden Bilanzposten beliefen sich per Ende Dezember 2012 auf 3,8 Mio. € (VJ: 1,8 Mio. €) und haben nach unserer Ansicht einen eigenkapitalähnlichen Charakter.

Die Nettoverschuldung der MS Industrie AG hat sich gemäß unserer Definition zum 31.12.2012 auf 63,38 Mio. € gegenüber 58,91 Mio. € zum Vorjahresstichtag erhöht. Maßgeblich hierfür waren die sehr hohen Investitionen in die Kapazitätserweiterungen bei der Tochtergesellschaft MS Spaichingen. Insgesamt wurden an den Standorten rund 19 Mio. € in die Erweiterung des Maschinenparks investiert. Das hohe Investitionsvolumen spiegelt sich auch in dem Anstieg des operativen Anlagevermögens auf 70,79 Mio. € wider.

Zudem wurde in 2011 eine Unternehmensanleihe von der MS Spaichingen begeben. Im Rahmen der Bondemission wurden 22,3 Mio. € platziert. Die Anleihe wird in 2016 fällig und hat einen Zinssatz von 7,25 %. Des Weiteren erfolgte in der zweiten Jahreshälfte 2012 die Rückführung eines hoch verzinsten Mezzanine-Kapitals über 10 Mio. €.

Die MS Industrie AG hält weiterhin eine Beteiligung an der börsennotierten UMT United Mobility Technology AG (Anteil: 27,8 %). Die Beteiligung ist als ein „zur Veräußerungszwecken gehaltenen Vermögenswert“ in der Bilanz ausgewiesen. Die Beteiligung an UMT hat einen Wertansatz von 3,97 Mio. €. Ein Verkauf bzw. eine Reduzierung des Anteils ist innerhalb der nächsten 12 Monate geplant und sollte zu einer Verbesserung der Liquiditätslage führen.

Die „als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien“ hatten zum 31.12.2012 einen Wertansatz von 11,58 Mio. € (VJ: 10,74 Mio. €) und sind der Tochtergesellschaft Beno Immobilien zuzuordnen. Die Erhöhung des Wertansatzes ist auf eine Neubewertung des Fair Value zurückzuführen. Mittelfristig ist es geplant, neue Investoren für die Weiterentwicklung der Beno Immobilien zu gewinnen. Dies könnte dazu führen, dass sich die derzeitige Beteiligungshöhe der MS Industrie AG von aktuell 80,0 % in Zukunft reduziert.

## SWOT - ANALYSE MS Industrie AG

### Stärken

- Enge und langjährige Beziehungen zu wichtigen Kunden (Daimler, MAN, MTU oder die ZF Friedrichshafen)
- Weltweiter alleiniger Lieferant von Ventiltriebssystemen für Daimler-Motoren der neuen Reihe OM 47x (sog. „Weltmotor“)
- Tochtergesellschaften allesamt profitabel und in attraktiven Marktsegmenten aktiv
- Bestehende Produktionskapazität erlaubt deutlich höhere Umsatzerlöse
- Gute Planbarkeit der Umsätze bei MS Spaichingen aufgrund mehrjähriger Rahmenverträge mit wichtigen Großkunden
- Stetiger Rückgang der PPA-Abschreibungen wird sich positiv auf den Jahresüberschuss auswirken
- Preisanstiege für wichtige Rohstoffe können aufgrund von Anpassungsklauseln an die Kunden weitergegeben werden

### Schwächen

- Geringe Synergien zwischen den Tochterunternehmen
- Hohe Zinszahlungen und PPA-Abschreibungen belasten den Jahresüberschuss
- Noch keine Dividendenzahlung

### Chancen

- Neue Serienanläufe im Bereich Motorentchnik könnten sich positiv auf der Umsatzseite auswirken
- Reduzierung der Nettoverschuldung und Erhöhung der Eigenkapitalquote ermöglichen Aufnahme einer Dividendenzahlung
- Deutliches Wachstum in den Schwellenländern
- Fokussierung auf den Industriebereich könnte den Holding-Abschlag reduzieren

### Risiken

- Konjunkturelle Eintrübung der globalen Wirtschaft könnte sich negativ auf Umsatz auswirken
- Hohe Abhängigkeit von wichtigen Kunden
- Kunden ersetzen MS Industrie durch neue Wettbewerber
- Latentes Liquiditätsrisiko aus der eingegangenen Anfechtungsklage des Insolvenzverwalters der ehemaligen Tochtergesellschaft Pfaff Industrie Maschinen AG i. I.

## Prognose und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 2012	GJ 2013e	GJ 2014e
Umsatzerlöse	174,85	183,50	203,00
EBITDA (Marge)	16,29 (9,4 %)	18,44 (10,0 %)	20,64 (10,2 %)
EBIT (Marge)	6,02 (3,5 %)	9,44 (5,1 %)	11,64 (5,7 %)
Jahresüberschuss	2,09	3,88	5,70
EPS	0,07	0,13	0,19

Quelle: GBC

### Umsatzprognosen - Marktdurchdringung des Weltmotors sorgt für Wachstum

Wir sind der festen Überzeugung, dass sich der Wachstumskurs der MS Industrie AG im Gesamtjahr 2013 sowie in den Folgejahren weiter fortsetzen wird. Nach dem schwächeren ersten Quartal 2013 rechnen wir ab dem zweiten Quartal 2013 mit einer deutlich belebten Kundennachfrage, insbesondere in Nordamerika. Mittelfristig erachten wir infolge der sukzessiven Marktdurchdringung des Daimler-Weltmotors einen deutlichen Umsatzanstieg als sehr wahrscheinlich. Für das laufende Geschäftsjahr 2013 erwarten wir bedingt durch das verhaltene erste Quartal einen moderateren Umsatzzuwachs von 5,0 % auf dann 183,50 Mio. €.

Im ersten Quartal 2013 gingen die Umsätze auf 36,4 Mio. € (VJ: 41,5 Mio. €) zurück. Dies ist im Wesentlichen bedingt durch eine geringere Anzahl produzierter Motoren eines Kunden. Hier verzeichnete der Kunde in den ersten Monaten einen Produktionsrückgang, da ein Zulieferer mit Lieferproblemen zu kämpfen hatte. Die Lieferprobleme sind inzwischen behoben. Die Gesamtleistung lag im ersten Quartal 2013 aufgrund der positiven Bestandsveränderung fast auf Vorjahresniveau.

Als Wachstumstreiber sollte sich hier neben der fortschreitenden Marktdurchdringung des Daimler Weltmotors (NEG OM 47X) vor allem die gute Entwicklung des Bereichs Schweißtechnik sowie neue Serienanläufe im Bereich Motorentechnik erweisen. Im Bereich Motorentechnik erwarten wir in 2013 einen weiteren Anstieg der Umsatzerlöse. Wir gehen davon aus, dass die Anzahl der produzierten Motoren von geschätzt 92.000 auf erwartete rund 100.000 weiter ansteigen wird. In den Folgejahren soll die Anzahl der gebauten Daimler LKW-Motoren um jeweils rund 20 % bis 25 % zulegen. Mittelfristig sehen die Planungen dann rund 200.000 Weltmotoren pro Jahr vor. Die Lebensdauer pro Motor beträgt nach Unternehmensangaben rund 25 Jahre. Vor diesem Hintergrund sehen wir bei der MS Industrie AG hinsichtlich der zukünftigen Umsätze eine hohe Planbarkeit gegeben.

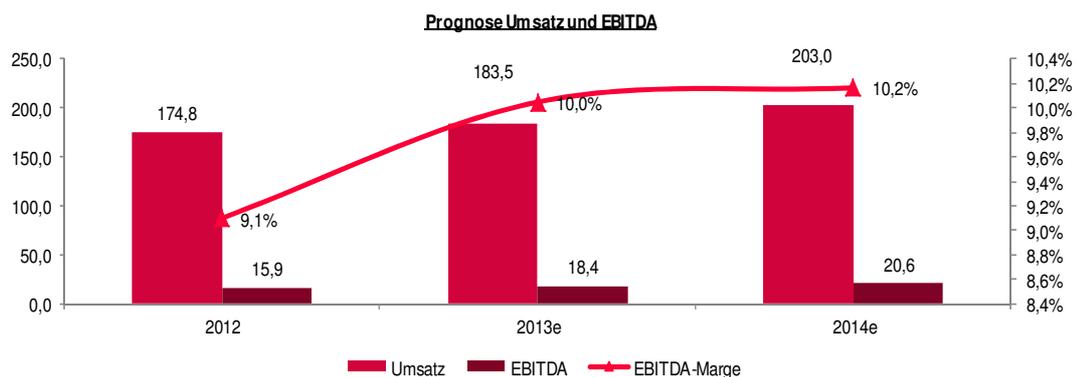
Ab Anfang 2014 wird für jedes neu zugelassene Nutzfahrzeug in Europa der Emissionsstandard „EURO VI“ verpflichtend. Aufgrund der Einführung des neuen Emissionsstandards gehen wir im laufenden Jahr von einer eher abwartenden Investitionsneigung der Kunden aus. Folglich rechnen wir im Bereich der Motorentechnik mit einer etwas verhaltener Nachfrage aus den Regionen Deutschland und Europa, welche dann in 2014 wieder deutlich anziehen sollte. Gleichzeitig werden sich jedoch Serienanläufe bei Neukunden (u. a. MAN, MTU, Motorenwerke Mannheim und ZF Greenville) im laufenden Geschäftsjahr 2013 positiv auf der Umsatzseite auswirken.

Im Bereich Schweißtechnik verfügt die Tochtergesellschaft MS Spaichingen über einen komfortablen Auftragsbestand von geschätzt 28 Mio. €. Damit sollte eine hohe Auslastung der Produktionskapazitäten für die kommenden Quartale sichergestellt sein. Die Gesellschaft hat eine breit diversifizierte Kundenstruktur, bei der kein Einzelkunde einen Umsatzanteil von mehr als 10 % hat. Grundsätzlich sollte dieser Bereich in den kommenden Jahren sowohl von steigenden Kunststoffanteilen innerhalb der PKWs, als auch von der zunehmenden Modellvielfalt, profitieren. Für den Bereich Ultraschall-Schweißsysteme erwarten wir auch in 2013 ein überaus dynamisches Wachstum. Hier sollten die Umsätze gemäß unserer Schätzung auf rund 2,5 Mio. € deutlich zulegen.

Bei der Elektromotorenwerk Grünhain (EMGR) gehen wir für das laufende Geschäftsjahr 2013 von einem moderaten Umsatzwachstum aus. Impulse erwarten wir uns aus dem Bereich Aluminium-Druckguss. Zudem sollen durch den Ausbau der Vertriebsaktivitäten neue Kundengruppen im europäischen Ausland erschlossen werden. Erste Umsatzbeiträge in 2013 erwarten wir uns des Weiteren aus der Kooperation mit dem Fahrradhersteller MIFA. Hier wurde eine Zusammenarbeit im Bereich Elektromotoren für batteriegetriebene Elektrofahräder vereinbart. Für 2013 ist eine Prototypenserie und ab 2014 die Serienproduktion vorgesehen.

### Ergebnisprognosen - Zweistellige EBITDA-Marge in den Folgejahren erwartet

Beim EBITDA erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr 2013 eine weitere Verbesserung auf 18,44 Mio. €. Dies entspricht einer EBITDA-Marge in Höhe von 10,0 % (bereinigte EBITDA-Marge in 2012: 9,1 %). Im ersten Quartal 2013 konnte die MS Industrie AG trotz eines rückläufigen Umsatzes das EBITDA auf 4,2 Mio. € (VJ: 3,2 Mio. €) steigern. Aufgrund der erwartet höheren Auslastung in den kommenden Quartalen sowie der damit einhergehenden Skaleneffekte sehen wir die MS Industrie AG auf einem guten Weg unsere EBITDA-Prognose für 2013 zu erreichen. Die Ergebnisverbesserung sollte sich nach unserer Einschätzung vor allem bei der Tochtergesellschaft MS Spaichingen vollziehen. Aber auch bei EMGR sehen unsere Schätzungen ein besseres Ergebnis vor. Unsere Annahmen unterstellen keine wesentlichen Sondereffekte.



Quelle: GBC

Die Abschreibungen sollten dieses Geschäftsjahr 2013 infolge der getätigten umfangreichen Erweiterungsinvestitionen mit 9,00 Mio. € weiterhin auf einem hohen Niveau bleiben. In den Abschreibungen sind zudem PPA-Abschreibungen von über 2 Mio. € enthalten, welche noch die nächsten drei Jahre anfallen werden. Erst danach laufen die PPA-Abschreibungen aus.

Beim Finanzergebnis erwarten wir im laufenden Geschäftsjahr 2013 eine deutliche Verbesserung. Dies ist zum einen auf den Wegfall des einmaligen Aufwands im Zusammenhang mit der Neubewertung eines Zinsswaps zurückzuführen. Zum anderen konnte das hochverzinsten Mezzanine-Kapital in 2012 vollständig zurückgeführt werden, was sich positiv bemerkbar machen sollte.

Unter Berücksichtigung eines negativen Finanzergebnisses von -4,00 Mio. € sowie einer Steuerquote auf Konzernebene von 30,0 % errechnet sich für 2013 ein Jahresüberschuss von 3,88 Mio. €, was einem Gewinn je Aktie (EPS) von 0,13 € entspricht.

## Bewertung

### DCF-Bewertung

#### Modellannahmen

Die MS Industrie AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2013 und 2014 in Phase 1, erfolgt von 2015 bis 2020 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 11,0 % 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.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit 2,00 %.

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 1,65.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,1 % von (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 75 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,6 %.

#### Bewertungsergebnis

**Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,6 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2013 entspricht als Kursziel 2,40 €.**

**Damit haben wir das Kursziel unverändert belassen.**

## MS Industrie AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

### Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	11,0%	ewige EBITA - Marge	7,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	12,8%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	16,5%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency					final	
	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e		GJ 2020e
in Mio.									
Umsatz (US)	183,50	203,00	213,15	223,81	235,00	246,75	259,09	272,04	
US Veränderung	5,3%	10,6%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,60	2,88	3,05	3,20	3,36	3,52	3,70	3,87	
EBITDA	18,44	20,64	23,45	24,62	25,85	27,14	28,50	29,92	
EBITDA-Marge	10,0%	10,2%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	
EBITA	9,44	11,64	14,44	15,68	16,91	18,20	19,56	20,99	
EBITA-Marge	5,1%	5,7%	6,8%	7,0%	7,2%	7,4%	7,5%	7,7%	7,7%
Steuern auf EBITA	-2,83	-3,49	-4,33	-4,70	-5,07	-5,46	-5,87	-6,30	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	6,61	8,15	10,11	10,98	11,84	12,74	13,69	14,69	
Kapitalrendite	6,6%	8,0%	9,7%	10,4%	11,1%	11,7%	12,4%	13,0%	13,0%
Working Capital (WC)	30,50	33,50	35,17	36,93	38,77	40,71	42,75	44,89	
WC zu Umsatz	16,6%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	
Investitionen in WC	-1,22	-3,00	-1,67	-1,76	-1,85	-1,94	-2,04	-2,14	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	70,70	70,50	70,00	70,00	70,00	70,00	70,00	70,35	
AFA auf OAV	-9,00	-9,00	-9,00	-8,94	-8,94	-8,94	-8,94	-8,94	
AFA zu OAV	12,7%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	
Investitionen in OAV	-8,91	-8,80	-8,50	-8,94	-8,94	-8,94	-8,94	-9,29	
Investiertes Kapital	101,20	104,00	105,17	106,93	108,77	110,71	112,75	115,24	
EBITDA	18,44	20,64	23,45	24,62	25,85	27,14	28,50	29,92	
Steuern auf EBITA	-2,83	-3,49	-4,33	-4,70	-5,07	-5,46	-5,87	-6,30	
Investitionen gesamt	-10,12	-11,80	-10,17	-10,70	-10,79	-10,88	-10,97	-11,43	
Investitionen in OAV	-8,91	-8,80	-8,50	-8,94	-8,94	-8,94	-8,94	-9,29	
Investitionen in WC	-1,22	-3,00	-1,67	-1,76	-1,85	-1,94	-2,04	-2,14	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	5,48	5,35	8,94	9,22	9,99	10,80	11,66	12,20	165,90
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	133,37	140,86							
Barwert expliziter FCFs	46,18	45,28							
Barwert des Continuing Value	87,18	95,58							
Nettoschulden (Net debt)	61,80	59,95							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	71,57	80,91							
Fremde Gewinnanteile	-1,43	-1,62							
Wert des Aktienkapitals	70,14	79,29							
Ausstehende Aktien in Mio.	29,257	29,257							
Fairer Wert der Aktie in EUR	2,40	2,71							

### Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,65
Eigenkapitalkosten	11,1%
Zielgewichtung	75,0%
Fremdkapitalkosten	7,0%
Zielgewichtung	25,0%
Taxshield	25,0%
WACC	9,6%

Kapitalrendite	8,6%	9,1%	9,6%	10,1%	10,6%
9,0%	1,74	1,51	1,31	1,14	0,99
11,0%	2,41	2,11	1,85	1,63	1,44
13,0%	3,07	2,71	2,40	2,13	1,89
15,0%	3,74	3,31	2,94	2,62	2,34
17,0%	4,41	3,91	3,48	3,11	2,79

## Fazit

Die MS Industrie AG kann auf ein erfolgreiches Geschäftsjahr 2012 zurückblicken. Die Umsatzerlöse auf Konzernebene konnten in 2012 deutlich um über 13 % auf fast 175 Mio. € gesteigert werden. Als Wachstumstreiber erwies sich dabei wiederholt die Tochtergesellschaft MS Spaichingen. Hier wurde das Wachstum von den beiden Segmenten Motorentechnik und Schweißtechnik gleichermaßen getragen. MS Spaichingen ist exklusiver Lieferant des Ventiltriebssystems für den Welt-Motor von Daimler und profitierte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 von der fortschreitenden Marktdurchdringung des Motors, insbesondere in Deutschland und Nordamerika.

Das bereinigte EBITDA konnte, einhergehend mit der deutlichen Umsatzausweitung, weiter verbessert werden. Das bereinigte EBITDA belief sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 auf 15,9 Mio. € nach 13,4 Mio. € im Vorjahreszeitraum. Die volle Ertragskraft wird sich jedoch erst in 2013 und darüberhinaus zeigen, da in 2012 noch umfangreiche Erweiterungsinvestitionen an allen Standorten von MS Spaichingen getätigt wurden. Die notwendigen Prozess- und Logistiko-optimierungen entfalten ihre Wirkung erst im laufenden Geschäftsjahr.

Auf der bilanziellen Seite konnte die MS Industrie AG leichte Verbesserungen erzielen. Das Eigenkapital konnte um mehr als 5 Mio. € auf 41,1 Mio. € gesteigert werden und die Eigenkapitalquote lag bei soliden 27 %. Infolge der hohen Investitionen von rund 19 Mio. € stieg die Nettoverschuldung hingegen an. Darüber hinaus sollte sich nach unserer Einschätzung ein möglicher Verkauf der börsennotierten Beteiligung UMT sowie eine Reduzierung des Anteils an der Tochtergesellschaft Beno Immobilien auf unter 50 % positiv auf die Bilanzkennzahlen auswirken.

Für das laufende Geschäftsjahr 2013 rechnen wir mit einer Fortführung des eingeschlagenen Wachstumskurses. Getrieben von der stetig steigenden Marktdurchdringung des Daimler-Weltmotors sowie einer guten Entwicklung des Bereichs Schweißtechnik erwarten wir für 2013 einen Umsatzzuwachs um 5,0 % auf 183,5 Mio. €. Infolge einer höheren Kapazitätsauslastung ab dem ersten Quartal 2013 sowie den inzwischen abgeschlossenen Prozessoptimierungen gehen wir von einem Anstieg des EBITDA in 2013 auf 18,4 Mio. € aus. Dies entspricht dann einer EBITDA-Marge von 10,0 %.

**Auf Basis unserer Schätzungen haben wir unverändert ein Kursziel für die Aktie der MS Industrie AG in Höhe von 2,40 € errechnet. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs entspricht dies einem deutlichen Potential von knapp 40%. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN für die Aktie der MS Industrie AG.**

## Anhang

### **§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss**

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

#### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen 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 §34b Abs. 1 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:**

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

### **§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

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 $\leq - 10 \%$ .

<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 §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:**

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

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

**2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

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

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de**.

**§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

**Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:**

**Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst**  
**Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellvertretender Chefanalyst**

### **§ 3 Urheberrechte**

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

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0  
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)



**GBC AG<sup>®</sup>**  
**- 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)