



Researchstudie (Anno)

MS Industrie AG



**„Erneutes Wachstum beim Umsatz und operativen Ergebnis –
Deutliche Steigerung für 2014 und 2015 zu erwarten“**

Kursziel: 4,30 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 18**

MS Industrie AG*5

Rating: KAUFEN
Kursziel: 4,30

Aktueller Kurs: 3,26
16.5.2014 / ETR
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005855183
WKN: 585518
Börsenkürzel: MSAG

Aktienanzahl³: 30
Marketcap³: 97,80
Enterprise Value³: 166,46
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 55,00 %

Transparenzlevel:
General Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.2014

Designated Sponsor:
CBS

Analysten:

Philipp Leibold
leibold@gbc-ag.de

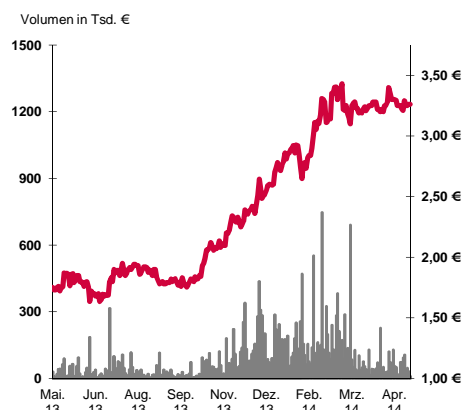
Dominik Gerbing
gerbing@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 19

Unternehmensprofil

Branche: Industrie
Fokus: Motorentchnik, Schweißtechnik

Mitarbeiter: 970
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 Schweißtechnik. 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.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014e	31.12.2015e
Umsatz	174,85	179,78	201,94	221,24
EBITDA	16,29	17,28	20,53	24,17
EBIT	6,02	6,73	10,36	14,10
Jahresüberschuss*	2,09	1,98	4,47	7,64

*nach Minderheiten

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,07	0,07	0,15	0,26
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,97	0,93	0,82	0,75
EV/EBITDA	10,44	9,64	8,11	6,89
EV/EBIT	28,24	24,74	16,06	11,80
KGV	46,77	49,52	21,90	12,80
KBV		2,33		

Finanztermine

26.06.2014: Hauptversammlung
August 2014: Veröffentlichung HJ-Bericht
November 2014: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
01.09.2013: RS / 2,60 / KAUFEN
17.07.2013: RG / 2,40 / KAUFEN
21.05.2013: RS / 2,40 / KAUFEN
12.02.2013: RG / 2,40 / KAUFEN
05.11.2012: RG / 2,40 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Die MS Industrie AG konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 die Umsatzerlöse erneut steigern und ein Wachstum von 2,8 % auf 179,78 Mio. € erzielen. Damit blieb die Gesellschaft jedoch unter den bisherigen Wachstumsraten der vergangenen Jahre zurück. Gründe für die geringere Entwicklung waren externe Faktoren wie beispielsweise Probleme eines Zulieferers von Daimler in Nordamerika und der in 2013 weiter anhaltende Investitionsstau im Bereich Motorentechnik.
- Das Umsatzwachstum wurde erneut von der MS Spaichingen getragen und hier insbesondere vom Bereich Schweißtechnik, während der Bereich Motorentechnik auf dem hohen Niveau des Vorjahres stagnierte.
- Trotz des geringeren Umsatzanstiegs war die MS Industrie AG in der Lage, das Ergebnis vor Zinsen, Abschreibungen und Steuern um 6,1 % auf 17,3 Mio. € zu steigern und damit das Ziel einer weiter steigenden Profitabilität weiterhin erfolgreich zu verfolgen.
- Aufgrund des Wegfalls der hohen Investitionsleistungen der letzten Jahre werden sich die Abschreibungen in den kommenden Jahren deutlich reduzieren. Einhergehend mit sinkenden Investitionen werden die frei verfügbaren Mittel zur kontinuierlichen Rückführung der Finanzverbindlichkeiten verwendet und somit das Finanzergebnis wesentlich verbessert.
- Für 2014 wird durch die Auflösung des Investitionsstaus und des Wegfalls der Lieferschwierigkeiten beim Großzulieferer von Daimler in den USA eine deutliche Umsatzsteigerung auf rund 202 Mio. € erwartet. Die steigende Nachfrage wird durch die neu geschaffenen Produktionskapazitäten vollständig aufgefangen werden können. Da mehrere Sonderbelastungen für 2014 und 2015 nicht mehr zu erwarten sind, wird sich das Ergebnis aufgrund der starken Umsatzentwicklung in den kommenden Jahren deutlich verbessern und das EBITDA nach unserer Einschätzung in 2014 rund 20,5 Mio. € betragen, womit sich ein Jahresüberschuss in Höhe von 4,47 Mio. € ergäbe.
- Das erste Quartal 2014 lag sowohl beim Umsatz als auch beim Ergebnis deutlich über dem Niveau des Vorjahres und bestätigt die positiven Aussichten der MS Industrie AG für das Jahr 2014 und 2015.
- In 2015 wird sich die Umsatzsteigerung weiterhin fortsetzen und von allen Geschäftsbereichen gleichermaßen positiv getragen werden. Dabei wird bei einem Umsatzniveau in Höhe von rund 221 Mio. € ein EBITDA in Höhe von rund 24,1 Mio. € erwartet. Damit befindet sich die MS Industrie AG auf gutem Wege, die geplante EBITDA-Marge von 12 % in den kommenden Jahren zu erreichen.
- **Unser bisheriges Kursziel in Höhe von 2,60 € wurde bereits zum Jahreswechsel 2013/2014 erreicht und wird nun auf 4,30 € erhöht. Hintergrund der deutlichen Anhebung ist die für 2014 und 2015 zu erwartende starke Nachfrage nach Dieselmotoren, dem zu erwartenden eintretenden Aufholeffekt durch die Auflösung des Investitionsstaus sowie die weiterhin breite Marktdeckung der MS Industrie AG.**

INHALTSVERZEICHNIS

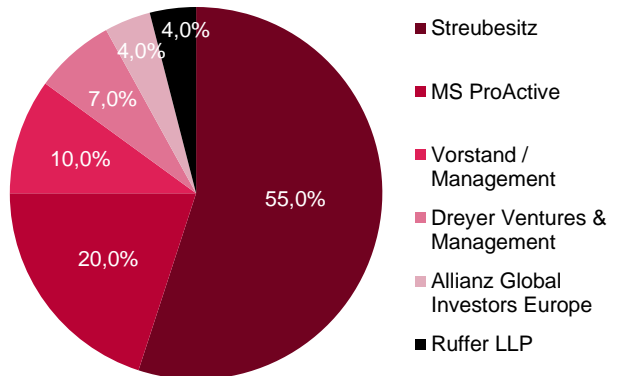
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Gesellschaftsrechtliche Struktur.....	4
Wichtige Referenzkunden.....	4
Markt und Marktumfeld	5
Geschäftsentwicklung im deutschen Maschinenbau 2013.....	5
Marktentwicklung im Bereich Nutzfahrzeuge.....	5
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	7
Kennzahlen im Überblick	7
Geschäftsentwicklung 2013	8
Umsatzentwicklung	8
Ergebnisentwicklung	10
Bilanzielle und finanzielle Situation	11
SWOT-Analyse	12
Prognose und Modellannahmen	13
Umsatzprognosen	13
Ergebnisprognosen	14
Bewertung	16
Modellannahmen	16
Bestimmung der Kapitalkosten	16
Bewertungsergebnis	16
DCF-Modell.....	17
Anhang	18

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

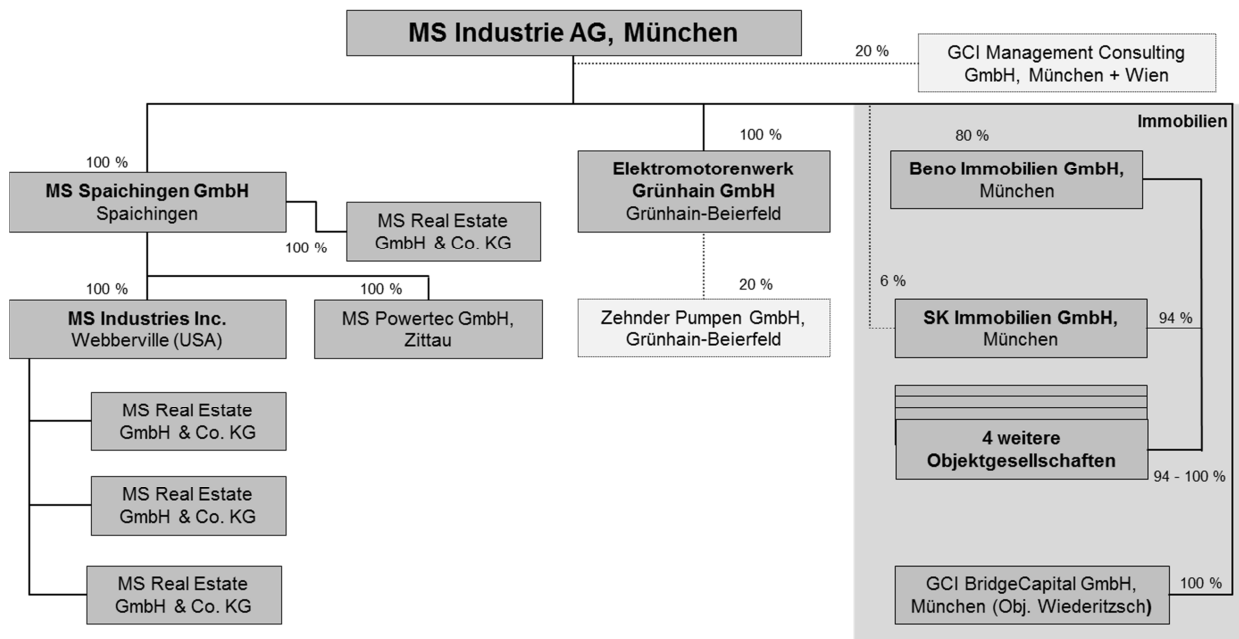
Streubesitz	55,0 %
MS ProActive	20,0 %
Vorstand / Management	10,0 %
Dreyer Ventures & Management	7,0 %
Allianz Global Investors Europe	4,0 %
Ruffer LLP	4,0 %
Summe	100,0 %

Quelle: MS Industrie AG, GBC AG



Größter Anteilseigner der MS Industrie AG ist mit 20,0 % die MS ProActive Beteiligungs GmbH & Co. KG mit Sitz in Spaichingen. Ihr folgen mit einem Anteil von 10,0 % der Vorstand und das Management der MS Industrie AG. Der Streubesitz der MS Industrie AG beläuft sich auf rund 55,0 %.

Gesellschaftsrechtliche Struktur



Quelle: MS Industrie AG, GBC AG

Wichtige Referenzkunden

DAIMLER



Volkswagen

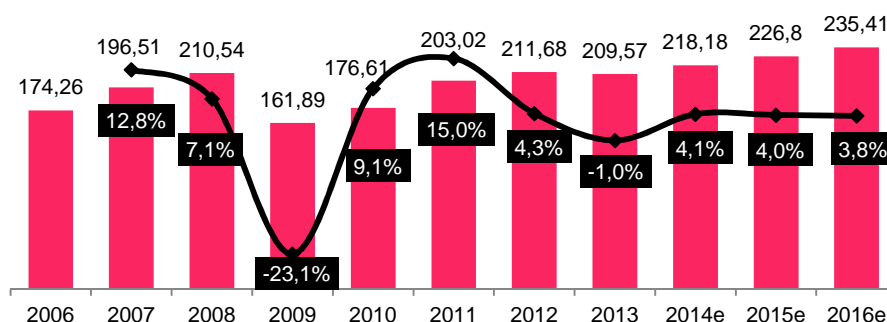


MARKT UND MARKTUMFELD

Geschäftsentwicklung im deutschen Maschinenbau 2013

Das abgelaufene Geschäftsjahr war für den deutschen Maschinen- und Anlagenbau ein eher durchwachsendes Jahr. Nach einer anfänglichen Prognose durch den Verband der Deutschen Maschinen- und Anlagenbauer (VDMA) von +2,0 % musste zum Ende des Jahres ein Rückgang der Produktion um -1,0 % hingenommen werden. Für die kommenden Jahre gehen jedoch der Internationale Währungsfonds (IWF) und das Statistische Bundesamt von einem erneut positiven Wachstum aus. Laut deren Prognose soll der Branchenumsatz in 2014 um 4,1 % und in 2015 um 4,0 % wachsen

Umsatzentwicklung im Maschinenbau in Deutschland in Mrd. €



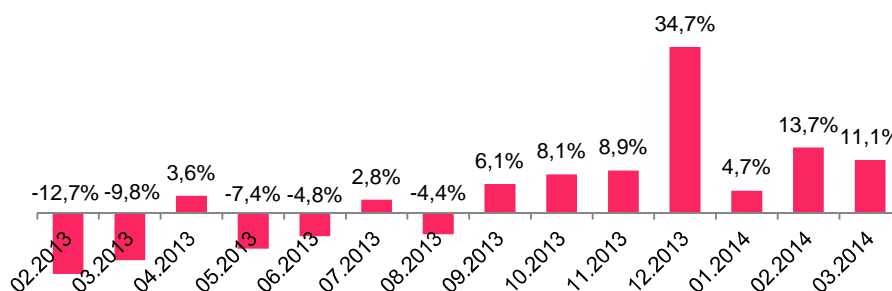
Quelle: IWF, Statistisches Bundesamt, GBC AG

Die Wachstumserwartungen würden sich auch mit den Erwartungen an das weltweite Wirtschaftswachstum durch den IWF decken. Dieses soll in 2014 rund 3,6 % und in 2015 3,9 % betragen und würde damit eine solide Grundlage für die Branche der Maschinen- und Anlagenbauer darstellen.

Marktentwicklung im Bereich Nutzfahrzeuge

Darüber hinaus bildet der Markt für Nutzfahrzeuge eine wichtige Grundlage für die operative Tätigkeit der MS Industrie AG. Laut dem Verband der Automobilindustrie war das vergangene Jahr 2013 von einer leicht rückläufigen Tendenz in Bezug auf die Neuzulassungen bei Nutzfahrzeugen geprägt. Im Jahresvergleich sank die Zahl der Neuzulassungen für diese Fahrzeugkategorie um 2,0 % auf 305.287 Stück. Während der Bereich Lkw bis 6 t zulässiges Gesamtgewicht um 3,1 % zurückging, stieg die Zahl der Zulassungen für Lkw über 6 t zulässiges Gesamtgewicht im Vergleich zum Vorjahr leicht an.

Prozentuale Entwicklung der Neuzulassungen in der EU gegenüber dem Vorjahresmonat

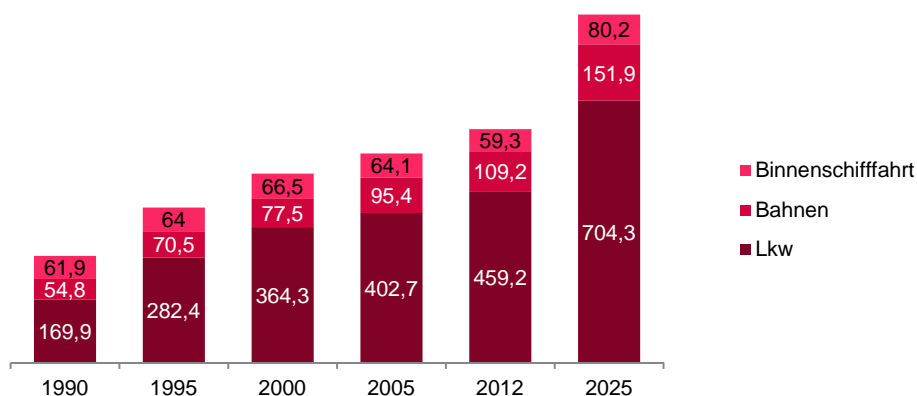


Quelle: ACEA, GBC AG

Für die nächsten Jahre dürften die Zahlen deutlich positiver ausfallen, da zum einen der anhaltende Investitionsstau und der damit verbundene Ersatzbeschaffungsbedarf sowie die neuen europäischen Regelungen zum CO₂-Ausstoß und die dazugehörige Schadstoffkategorisierung EURO VI-Norm für zusätzliche Nachfrage sorgen dürfte. Dabei sollen innerhalb Europas leichte Nutzfahrzeuge ab dem Jahr 2014 einen Flotten-Grenzwert von 175g/km CO₂ vorweisen. Schwere Nutzfahrzeuge wurden bislang noch nicht näher klassifiziert.

Innerhalb des europäischen Marktes verlief das laufende Geschäftsjahr 2014 laut der European Automobile Manufacturers Association (ACEA) bereits erfolgreich. Nach enorm starken Zulassungszahlen im Dezember 2013 stieg die Zahl der Neuzulassungen für Nutzfahrzeuge im Vergleich zu 2013 im Februar um 13,7 %, beziehungsweise um 11,1 % im März und lässt daher auf eine deutlich positive Entwicklung für das Jahr 2014 hoffen. Dabei war vor allem im für die MS Industrie AG wichtigen Absatzmarkt Deutschland ein überdurchschnittliches Wachstum zu verzeichnen. Die Nachfrage nach Nutzfahrzeugen stieg innerhalb der ersten zwei Monate 2014 um 11,0 % und lag somit deutlich über dem Marktwachstum von 8,7 % innerhalb Europas.

Entwicklung des Güterverkehrs in Deutschland bis 2025 in Mrd. Tonnenkilometern



Quelle: DIW, protrans, BMVBS, ITP/BVU, GBC AG

Neben einer erhöhten Nachfrage nach Nutzfahrzeugen aufgrund der konjunkturellen Erholung und gesetzlichen Vorgaben in Bezug auf den CO₂-Ausstoß soll laut dem Verband der deutschen Automobilindustrie auch der steigende Güterverkehr innerhalb Deutschlands zu steigenden Zahlen des Lkw-Bestands führen. Demnach soll die jährliche Wachstumsrate des Güterverkehrs zwischen den Jahren 2012 und 2025 rund 3,1 % betragen, wobei die Wachstumsdynamik für den Bereich Lkw mit 3,3 % erneut über dem Gesamtmarkt liegen soll.

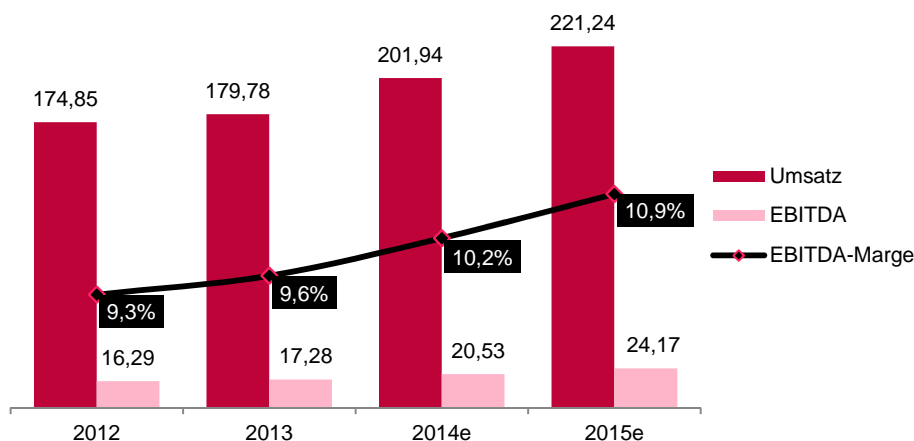
Im zweitstärksten Absatzmarkt der MS Industrie AG, Nordamerika, war der Start in das laufende Geschäftsjahr ebenfalls positiv. Im Februar stiegen laut der American Commercial Transportation Research Co., LLC (ACT Research) die Bestellungen für Nutzfahrzeuge im Vergleich zum Vorjahresmonat der Klasse 8 um 30 % beziehungsweise der Klassen 5-7 um 18 %. Der positive Trend setzte sich auch im März fort und es konnte eine Steigerung der Bestellungen der Nutzfahrzeuge Klasse 8 von 24 % und im Bereich der Klassen 5-7 von 15 % erzielt werden. Ein weiterhin positiver Verlauf in Bezug auf die Bestellungen von Nutzfahrzeugen sollte demnach für 2014 zu erwarten sein.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2012		GJ 2013		GJ 2014e		GJ 2015e	
Umsatzerlöse	174,85	100%	179,78	100%	201,94	100%	221,24	100%
Bestandsveränderungen	-0,56	-0,32%	2,31	1,28%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Sonstige betriebliche Erträge	6,44	3,68%	4,46	2,48%	4,53	1,53%	4,50	2,03%
Gesamtleistung	180,72	103,36%	186,54	103,76%	206,46	102,24%	225,74	102,03%
Materialaufwand	-100,66	-57,57%	-98,87	-55,0%	-114,1	-56,5%	-125,55	-56,75%
Personalaufwand	-37,97	-21,72%	-42,11	-23,42%	-44,08	-21,83%	-46,80	-21,15%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-25,81	-14,76%	-28,29	-15,73%	-27,77	-13,75%	-29,22	-13,21%
EBITDA	16,29	9,32%	17,28	9,61%	20,53	10,16%	24,17	10,92%
Abschreibungen	-10,27	-5,87%	-10,55	-5,87%	-10,16	-5,03%	-10,06	-4,55%
EBIT	6,02	3,44%	6,73	3,74%	10,36	5,13%	14,10	6,37%
Finanzerträge	1,39	0,80%	0,28	0,16%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Finanzaufwendungen	-6,66	-3,81%	-4,57	-2,54%	-4,16	-2,06%	-3,79	-1,71%
Ergebnis aus assoziierten Untern.	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,0%	0,3	0,14%
EBT	0,75	0,43%	2,44	1,36%	6,20	3,07%	10,61	4,8%
Ertragssteuern	1,33	0,76%	-0,16	-0,09%	-1,74	-0,86%	-2,97	-1,34%
Konzernjahresergebnis	2,08	1,19%	2,29	1,27%	4,47	2,21%	7,64	3,45%
Minderheiten	0,01	0,01%	-0,31	-0,17%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Konzernjahresüberschuss für Gesellschafter	2,09	1,20%	1,98	1,10%	4,47	2,21%	7,64	3,45%
EBITDA	16,29		17,28		20,53		24,17	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	9,32%		9,61%		10,16%		10,92%	
EBIT	6,02		6,73		10,36		14,10	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	3,44%		3,74%		5,13%		6,37%	
Ergebnis je Aktie in €	0,07		0,07		0,15		0,25	
Dividende je Aktie in €	0,00		0,00		0,00		0,00	
Aktienzahl in Mio. Stück	29,26		29,51		30,00		30,00	

Umsatz und Ergebnisentwicklung MS Industrie AG (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG, GBC AG

Geschäftsentwicklung 2013

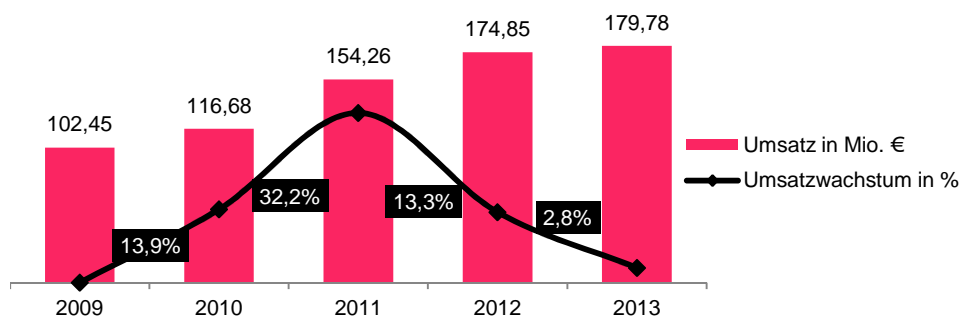
GuV (in Mio. €)	GJ 2012	Δ zum VJ	GJ 2013
Umsatzerlöse	174,85	+2,82%	179,78
EBITDA	16,29	+6,06%	17,28
EBITDA-Marge in %	9,32%	+0,29 Pp.	9,61%
EBIT	6,02	+11,76%	6,73
EBIT-Marge in %	3,44%	+0,30 Pp.	3,74%
Jahresüberschuss	2,09	-5,55%	1,98
EPS in €	0,07	0,00%	0,07

Quelle: MS Industrie AG, GBC AG

Umsatzentwicklung

Das abgelaufene Geschäftsjahr 2013 war für die MS Industrie AG erneut erfolgreich. Zum einen konnten die strukturellen Veränderungen, wie der Umzug in den USA und die Kapazitätserweiterung am Standort Zittau, erfolgreich abgeschlossen werden und zum anderen verlief die Geschäftsentwicklung über die verschiedenen operativen Bereiche hinweg positiv.

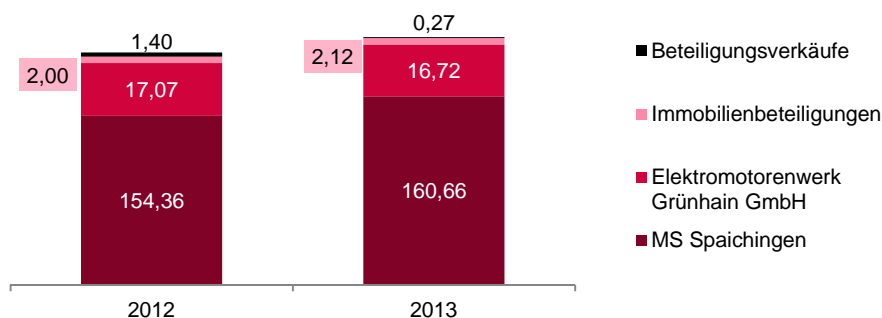
Umsatzentwicklung auf Konzernebene seit 2009



Quelle: MS Industrie AG, GBC AG

Auf Konzernbasis erzielte die MS Industrie AG Umsatzerlöse in Höhe von 179,78 Mio. € und lag damit rund 2,8 % über dem Vorjahresniveau. Dabei trug erneut der Bereich Industriebeteiligungen mit 177,39 Mio. € den Großteil zu den Umsatzerlösen bei und stieg im Vergleich zum Vorjahr um rund 3,5 % (VJ: 171,45 Mio. €). Innerhalb der Immobilienbeteiligungen stiegen die Umsatzerlöse im abgelaufenen Geschäftsjahr leicht von 2,00 Mio. € in 2012 auf 2,12 Mio. € in 2013. Auf Holdingebene hingegen gingen die Umsatzerlöse nach geringeren Beteiligungsverkäufen von 1,4 Mio. € im Vorjahr auf 0,27 Mio. € in 2013 deutlich zurück.

Umsatzentwicklung innerhalb der Konzernbereiche

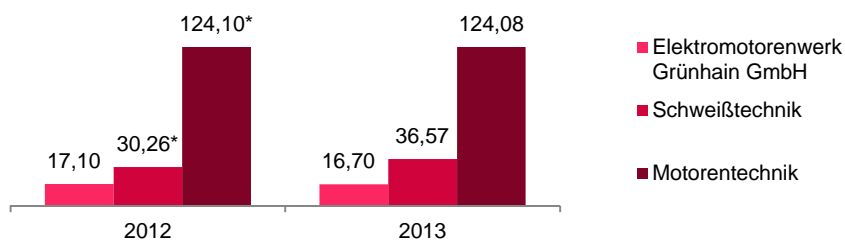


Quelle: MS Industrie AG, GBC AG

Innerhalb dem wichtigsten operativen Bereich der MS Industrie AG, den Industriebeteiligungen, trug die MS Spaichingen mit ihren beiden Bereichen Motoren- und Schweißtechnik abermals den größten Anteil an den Umsatzerlösen bei und verzeichnete im abgelaufenen Geschäftsjahr im Vergleich zum Vorjahr ein Umsatzplus von 4,1 % auf 160,66 Mio. € (VJ: 154,36 Mio. €). Der Bereich Motorentechnik lieferte dabei einen Umsatzbeitrag in Höhe von 124,08 Mio. € und der Bereich Schweißtechnik einen Beitrag in Höhe von 36,57 Mio. €.

Die Umsatzentwicklung innerhalb der Motorentechnik, indem das Hauptabsatzprodukt der MS Industrie AG, mechanische Komponenten für den Daimler Weltmotor und weitere verschiedene Baugruppen und Systeme gefertigt werden, stagnierte in 2013 und es wurden lediglich Erlöse auf Höhe des Vorjahres erzielt. Vor allem der Anfangs 2013 aufgetretene Lieferengpass bei einem Großzulieferer der Daimler AG in Nordamerika sowie der über das Geschäftsjahr hinweg anhaltende Investitionsstau verhinderten eine deutliche Umsatzsteigerung in diesem Bereich. Die Behebung der Lieferschwierigkeiten und der zu erwartende Abbau des Investitionsstaus sollten im Jahr 2014 jedoch für ein entsprechend starkes Wachstum innerhalb der Motorentechnik sorgen.

Umsatzentwicklung innerhalb der Industriebeteiligungen



Quelle: MS Industrie AG, GBC AG; *eigene Berechnung der GBC AG

Im Gegensatz zur Motorentechnik konnte im Bereich Schweißtechnik wie im Vorjahr eine erneut starke Umsatzentwicklung erzielt werden, womit die Umsatzsteigerung innerhalb der MS Spaichingen vollständig durch den Bereich Schweißtechnik getragen wurde. Innerhalb des Teilbereichs Sondermaschinen stiegen die Umsatzerlöse im Vergleich zum Geschäftsjahr 2012 um etwa 25 % auf rund 33,57 Mio. €. Hier werden spezielle Schweißanlagen für Kunststoffteile an OEMs sowie an Zulieferer innerhalb der Automobilindustrie geliefert. Der anhaltende Trend zu einem höheren Anteil an Kunststoffteilen in den Fahrzeugen sollte auch in Zukunft für ein stabiles Wachstum sorgen. Im zweiten Teilbereich Ultraschall-Systeme, indem Module und Komponenten für das Ultraschallschweißverfahren speziell für die Verpackungsindustrie hergestellt werden, verdoppelten sich die Umsatzerlöse auf rund 3,0 Mio. €.

Der drittgrößte Bereich Elektromotoren, der unter der Tochtergesellschaft Elektromotorenwerk Grünhain GmbH (EMGR) angesiedelt ist, verzeichnete im Vergleich zum Vorjahr einen leichten Umsatzrückgang um -2,3 % auf 16,72 Mio. € (VJ: 17,10 Mio. €). Dabei bietet die EMGR kundenspezifische Elektromotoren, Antriebskomponenten sowie Aluminiumdruckgussteile und verfügt über eine äußerst breite Kundenbasis. Aufgrund der Produktentwicklungen der letzten Jahre und der ab 2014 eintretenden Serienreife, ist innerhalb der EMGR ab 2014 mit erneut positiven Wachstumsraten zu rechnen.

Im Bereich der Immobilienbeteiligungen war die Umsatzentwicklung in 2013 erneut positiv. Nachdem drei neue Objekte in das Immobilienportfolio der Beno Immobilien GmbH aufgenommen wurden, konnten die Umsatzerlöse in diesem Bereich von 2,00 Mio. € in 2012 um rund 6 % auf 2,12 Mio. € in 2013 gesteigert werden. Nachdem geplant ist, den Anteil an der Beno Immobilien GmbH auf unter 50 % zu reduzieren, ist für das Jahr 2014 von einer Entkonsolidierung der Gesellschaft auszugehen.

Ergebnisentwicklung

Beim Ergebnis kann das Jahr 2013 für die MS Industrie AG ebenfalls als erfolgreich gewertet werden. Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) konnte überproportional zum Umsatz gesteigert werden und lag mit 17,28 Mio. € rund 6,1 % über dem Vorjahreswert von 16,29 Mio. €. Dabei stiegen in 2013 die Personalaufwendungen überproportional zum Umsatz um etwa 10,9 %, was jedoch größtenteils auf die Ausweitung der Produktionskapazitäten zurückzuführen ist. Neben leicht steigenden Personalkosten dürften sich die in 2013 um 9,6 % gestiegenen sonstigen betrieblichen Aufwendungen in Zukunft deutlich reduzieren. Hier belasteten zuletzt noch Einmaleffekte aus dem Umzug in den USA und eine Zuführung zu den Rückstellungen in Höhe von 1,5 Mio. € im Zuge der Pfaff Insolvenz. Aufgrund deren Wegfalls ist für 2014 mit einer weiteren Verbesserung beim EBITDA zu rechnen.

EBITDA-Brücke 2012-2013 (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG, GBC AG

Die hohe Investitionstätigkeit zur Erweiterung der Produktionskapazitäten innerhalb der letzten drei Jahre wurde in 2013 erfolgreich abgeschlossen. Die hohen Investitionen und die Ausweitung der Produktionsanlagen führten zu steigenden Abschreibungen und erreichten im Geschäftsjahr 2013 einen Wert in Höhe von 10,55 Mio. € (VJ: 10,27 Mio. €). Hierin ist jedoch auch ein einmaliger Wertminderungsaufwand aus einem Schaden an einer Produktionsanlage in Höhe von 0,25 Mio. € enthalten (VJ: 0,5 Mio. € aus Immobilienbeteiligungen). Nach dem erfolgreichen Abschluss der Erweiterungsinvestitionen ist für die kommenden Jahre mit einem deutlich geringeren Investitionsniveau zu rechnen. Aufgrund der niedrigeren Investitionen und dem Auslaufen der bisher angefallenen PPA-Abschreibungen wird sich die Höhe der Abschreibungsbeträge nach 2015 kontinuierlich reduzieren.

Das Finanzergebnis fiel zwar mit -4,29 Mio. € wie in den vergangenen Jahren erneut negativ aus, im Vergleich zum Vorjahr (-5,27 Mio. €) entwickelte sich dies jedoch durchaus positiv. Dies ist unter anderem auf einen um rund 2,3 Mio. € niedrigeren Zinsaufwand zurückzuführen, wodurch auch das Vorsteuerergebnis (EBT) positiv beeinflusst wurde. Nach Nutzung der bestehenden Verlustvorträge ergibt sich eine tatsächliche Steuerquote in Höhe von 6,5 % sowie ein Ergebnis nach Steuern in Höhe von 2,29 Mio. €, nach 2,08 Mio. € im Vorjahr. Nach Abzug der Anteile anderer Gesellschafter in Höhe von -0,3 Mio. € stand ein Konzernjahresüberschuss von 1,98 Mio. € zu Buche (VJ: 2,09 Mio. €). Der Anstieg der Minderheiten ist dabei vollständig auf die Beno Immobilien GmbH zurückzuführen und sollte aufgrund der Entkonsolidierung der Anteile ab Ende 2014 entfallen.

Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012	GJ 2013
Eigenkapital nach Minderheiten	35,44	41,10	42,00
EK-Quote (in %)	24,91%	26,81%	27,01%
Finanzverbindlichkeiten	77,38	85,39	82,23
Liquide Mittel*	10,74	14,43	7,18
Nettoverschuldung	66,65	70,96	75,05
Operatives Anlagevermögen	62,41	70,79	67,92
Net Working Capital	28,08	25,53	24,58

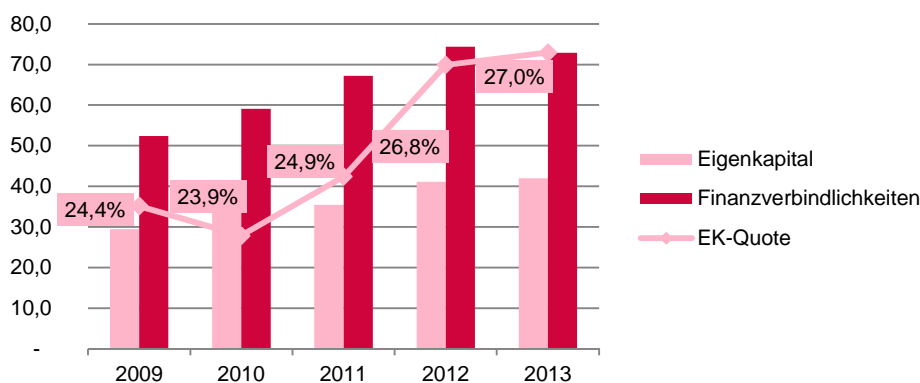
* Liquide Mittel beinhalten nur den Finanzmittelbestand

Quelle: MS Industrie AG, GBC AG

Über die vergangenen vier Jahre hinweg hat die MS Industrie AG kontinuierlich die Eigenkapitalposition ausbauen können, wodurch sich zum Ende 2013 eine Eigenkapitalquote von rund 27 % ergab, nach 26,8 % im Vorjahr. Der positive Trend sollte sich auch in den kommenden Jahren dank einer positiven operativen Entwicklung und einer Bilanzverkürzung fortsetzen. Denn bei einem für die nächsten Jahre deutlich geringer zu erwartenden CAPEX und leicht sinkenden Abschreibungen wird sich das Anlagevermögen entsprechend reduzieren. Die hohen Investitionen der vergangenen Jahre wurden vorzugsweise durch Fremdkapital finanziert, wodurch die Finanzverbindlichkeiten kontinuierlich anstiegen. In diesem Bezug ist unter anderem die in 2011 durch die MS Spaichingen begebene Anleihe mit einem Volumen in Höhe von 23,0 Mio. € und einem Zinssatz von 7,25 % anzuführen, die im Jahr 2016 zur Rückzahlung fällig wird.

In 2013 konnten jedoch die Finanzverbindlichkeiten bereits um 1,55 Mio. € gesenkt werden. Aufgrund des positiven Geschäftsausblicks ist in den kommenden Jahren mit einer deutlichen Reduzierung der Verschuldung zu rechnen, da der Cash-Flow aufgrund reduzierter Investitionstätigkeit vornehmlich für die Rückführung von Finanzverbindlichkeiten genutzt werden kann.

Entwicklung von Eigenkapital und Verschuldung seit 2009



Quelle: MS Industrie AG, GBC AG

Auf der Aktivseite stieg in 2013 im Zuge der Portfolioerweiterung innerhalb der Beno Immobilien GmbH vor allem die Position der als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien von 11,58 Mio. € auf 20,18 Mio. €. Dies sollte jedoch nur ein vorübergehender Effekt sein, da laut der am 14.03.2014 bekannt gegebenen Information der Anteil an der Beno GmbH auf unter 50 % reduziert werden soll und sich demnach auch die Bilanz der MS Industrie AG positiv verändern würde. Durch die Entkonsolidierung der Beno Immobilien GmbH ist für die Zukunft mit einer wesentlichen Verbesserung der Bilanzrelationen zu rechnen, die sowohl die Erhöhung der Eigenkapitalquote, als auch die Verringerung der Finanzverbindlichkeiten beinhaltet.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Starke Kundenbasis mit langjährigen und engen Beziehungen • Kundenbasis der MS Industrie AG deckt rund 55 % des westeuropäischen und US-amerikanischen Marktes für Nutzfahrzeuge ab (MAN, Daimler, Volkswagen) • Langjährige Rahmenverträge bieten Planungs- und Produktionssicherheit • Hochtechnologisierte und spezialisierte Produkte sowie Komponenten aus einer Hand • Sehr hohes Fertigungs-Know-how und spezifische Produktkenntnisse 	<ul style="list-style-type: none"> • Bisher entfiel die Zahlung einer Dividende, was jedoch auch auf die hohe Investitionstätigkeit der vergangenen Jahre • Weitere Verzögerung der Veräußerung der Anteile an den Gesellschaften Beno sowie UMT könnte Ressourcen unnötig binden • Hohe Abhängigkeit von einzelnen Kunden • Relativ hohe Verschuldung in Relation zum Eigenkapital, hier ist jedoch mit einer deutlichen Verbesserung zu rechnen
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Neue Vorschriften in Bezug auf den CO₂-Ausstoß und steigende Gütermengen sorgen für zusätzliche Nachfrage im Bereich Nutzfahrzeuge • Weitere Fokussierung auf den Industriebereich und die damit verbundene Kernkompetenz schafft Raum für weitere Margensteigerungen und entsprechende Ergebnisverbesserungen • Weiterer Ausbau der Fertigung von Elektromotoren bietet zusätzliches Wachstums- und Umsatzsteigerungspotenzial • Deutliche Verbesserung der Bilanzrelationen durch die Fokussierung auf den Bereich Industriebeteiligungen 	<ul style="list-style-type: none"> • Starke Abhängigkeit von der konjunkturellen Entwicklung, speziell innerhalb Europas • Bei Fälligkeit der Unternehmensanleihe im Jahr 2016 müssen entsprechende finanzielle Mittel zu den vorherrschenden Konditionen beschafft werden • Weiterhin schwebendes Risiko der Anfechtungsklage im Rahmen der Insolvenz der ehemaligen Tochtergesellschaft Pfaff Industrie Maschinen AG

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014e	GJ 2015e
Umsatzerlöse	179,78	201,94	221,24
EBITDA	17,28	20,53	24,16
EBITDA-Marge	9,61%	10,16%	10,92%
EBIT	6,73	10,36	14,1
EBIT-Marge	3,74%	5,13%	6,4%
Konzernjahresüberschuss	1,98	4,47	7,42
EPS in €	0,07	0,15	0,25

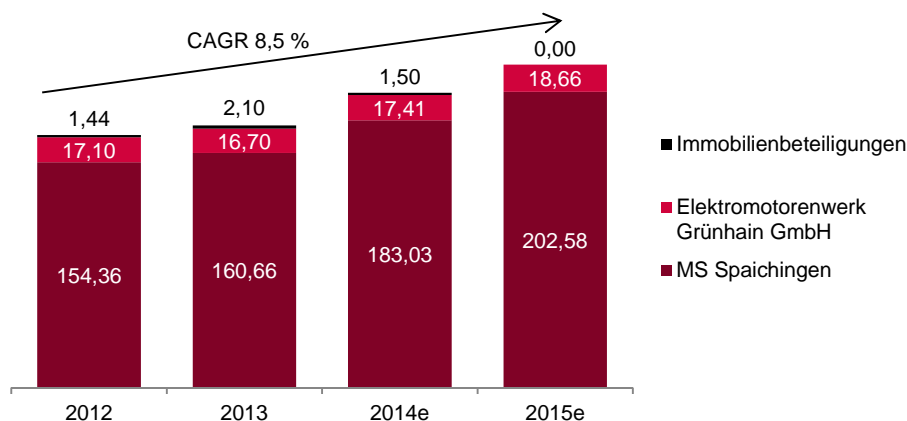
Quelle: Berechnungen GBC AG

Umsatzprognosen

Die bisher vermeldeten Zahlen der Neuzulassungen von Nutzfahrzeugen sowohl in den USA, als auch in Deutschland, haben gezeigt, dass der Investitionsstau der vergangenen Jahre nun offensichtlich aufgelöst wird und sich zusätzlich die konjunkturelle Lage innerhalb Europas entspannt. Darüber hinaus gilt seit dem 01.01.2014 die neue EURO IV Abgasnorm und seit dem 01.04.2014 ist die Übergangsfrist für den Einbau alter Motorenmodelle abgelaufen. Für das laufende Jahr 2014 planen wir daher mit einer deutlichen Umsatzsteigerung, die sich in 2015 nach unseren Annahmen weiter fortsetzen wird.

Dabei wird erneut die MS Spaichingen mit den beiden Bereichen Motorenteknik und Schweißtechnik den Wachstumstreiber darstellen. Im Gegensatz zum Geschäftsjahr 2013 ist jedoch zu erwarten, dass das Wachstum von beiden Segmenten getragen wird, wobei die Schweißtechnik erneut überproportional wachsen dürfte. Im Bereich Motorenteknik erwarten wir auf Basis der hohen Zulassungszahlen zu Beginn 2014 und dem Nachholbedarf eine Umsatzsteigerung um ca. 12 %. Für den Bereich Schweißtechnik planen wir mit einem Umsatzwachstum um knapp 20 %, nach 25 % im Vorjahr. Somit dürfte die MS Spaichingen in 2014 rund 183 Mio. € zu den Umsatzerlösen der Gruppe beitragen. Die Annahme einer deutlichen Umsatzsteigerung innerhalb der MS Spaichingen wurde durch die gemeldeten Zahlen für das erste Quartal 2014 vollständig bestätigt.

Erwartete Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG, GBC AG

Im Bereich der Elektromotoren und der Tochtergesellschaft EMGR sollte 2014 wieder ein Wachstum zu verzeichnen sein. Die EMGR wird ab 2014 die Antriebe für Zwei- und Dreiräder in Form von Serienprodukten ihren Kunden anbieten und durch verstärkte Vertriebsaktivitäten voraussichtlich die Geschäftsaktivitäten ausweiten können. Demnach sollte der Umsatz in 2014 unserer Einschätzung nach auf rund 17,4 Mio. € leicht ansteigen.

Nachdem wir für das zweite Halbjahr 2014 mit einer Entkonsolidierung der Beno Immobilien GmbH rechnen ist hier nur ein Beitrag für das erste Halbjahr 2014 zu erwarten, da anschließend nach der at-Equity-Methode bilanziert werden dürfte. Insgesamt gehen wir für das Geschäftsjahr 2014 mit Umsatzerlösen in Höhe von knapp 202 Mio. € aus und liegen damit leicht über der Guidance der Geschäftsführung, die knapp 200 Mio. € in Aussicht gestellt hat.

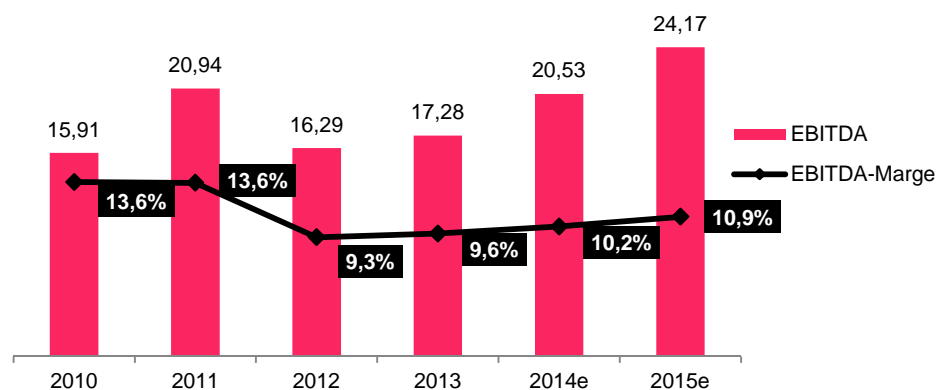
Die Zahlen des ersten Quartals 2014 haben bereits gezeigt, dass für das Geschäftsjahr 2014 mit einer deutlichen Umsatz- und Ergebnissteigerung zu rechnen ist. Die MS Industrie AG steigerte die Umsatzerlöse in den ersten drei Monaten 2014 im Vergleich zum Vorjahr von 36,4 Mio. € um 35,4 % auf 49,3 Mio. €. Die MS Spaichingen bildete mit einem Umsatzplus von 39,1 % und einem Umsatzniveau von 43,8 Mio. € (VJ: 31,5 Mio. €) erneut die Grundlage für das starke Wachstum. Besonders erfreulich sind die Entwicklung im Bereich Motorentchnik und die deutlich sichtbaren Wachstumsimpulse in diesem Bereich. Diese sollten sich über das laufende und das kommende Jahr hinweg fortsetzen und für deutliches Wachstum sorgen. Im Bereich der Elektromotoren war das erste Quartal 2014 ebenfalls erfolgreich und es wurde ein positives Umsatzwachstum erzielt. Somit ist für das Gesamtjahr 2014 auf Konzernbasis mit einem deutlichen Umsatzwachstum zu rechnen.

Ergebnisprognosen

Aufgrund dem Wegfall einiger Sonderbelastungen, wie zum Beispiel dem Umzug in den USA nach Webberville und der erneuten Rückstellung eines einstelligen Millionenbetrages für die ehemalige Tochtergesellschaft Pfaff Industrie Maschinen AG, wird sich die starke operative Entwicklung in 2014 und 2015 leicht überproportional in der Ergebnisentwicklung widerspiegeln. Dabei ist zu erwarten, dass alle Geschäftsbereiche positive Ergebnisbeiträge leisten und nach geringeren Abschreibungen und einem verbesserten Finanzergebnis auch der Jahresüberschuss deutlich ansteigen sollte.

Beim EBITDA erwarten wir für das angelaufene Geschäftsjahr 2014 eine deutliche Verbesserung auf rund 20,5 Mio. €, womit sich eine EBITDA-Marge in Höhe von 10,2 % ergäbe (VJ: 17,3 Mio. € und 9,6 %). Damit befindet sich die MS Industrie AG auf einem guten Weg das Ziel einer 12%igen EBITDA-Marge zu erreichen. Nach den Kapazitätserweiterungsinvestitionen werden die Produktionsanlagen in 2014 und 2015 voll eingeschwenkt sein und daher maximal mögliche Deckungsbeiträge liefern können.

Entwicklung EBIT und EBIT-Marge



Quelle: MS Industrie AG, GBC AG

Nachdem die hohe Investitionstätigkeit der letzten Jahre in 2013 abgeschlossen wurde, ist für die Zukunft mit deutlich geringeren Investitionsbeträgen zu rechnen. Im Vergleich zu den Investitionen werden die Abschreibungen in 2014 und 2015 noch auf dem hohen Niveau der vergangenen Jahre in Höhe von rund 10 Mio. € liegen und im Anschluss deutlich zurückgehen. Zum einen werden nach 2015 die bisherigen PPA-Abschreibungen von knapp 2,0 Mio. € entfallen und zum anderen die deutlich geringeren Investitionen zu einer Abnahme des Anlagevermögens führen.

Durch die Reduzierung der Investitionen in den kommenden Jahren wird die MS Industrie AG in der Lage sein, die aus der operativen Tätigkeit zur Verfügung stehenden Mittel zur Rückführung der Finanzverbindlichkeiten zu nutzen und somit das Jahresergebnis positiv zu beeinflussen. Die bilanziellen Relationen sollten sich nicht zuletzt auch aufgrund der Entkonsolidierung der Beno Immobilien GmbH deutlich verbessern. Auf Basis der im März 2014 erfolgten Unternehmensmeldung beläuft sich das Immobilienvermögen der Beno auf 21 Mio. € und die damit verbundenen Bankverbindlichkeiten auf rund 14 Mio. €.

Durch die Rückführung der Nettoverschuldung und der Bilanzierung der Beno-Anteile nach der at-Equity-Methode ist zudem mit einer sukzessiven Verbesserung des Finanzergebnisses zu rechnen. Dieses dürfte in 2014 bei ca. -4,1 Mio. € liegen. Nach Berücksichtigung einer Steuerquote von 30 % auf Konzernebene ergäbe sich ein Jahresüberschuss in Höhe von 4,47 Mio. € und ein EPS von 0,15 €. Für 2015 erwarten wir erneut eine deutliche Steigerung für das operative Ergebnis und den Jahresüberschuss.

Eine Verbesserung der Ergebnissituation war bereits im ersten Quartal 2014 deutlich erkennbar und die MS Industrie AG konnte das EBITDA innerhalb der ersten drei Monate 2014 um 28,6 % auf 5,4 Mio. € (VJ: 4,2 Mio. €) deutlich steigern. Erfreulich ist dabei, dass laut Unternehmensangaben die Steigerung von allen Bereichen getragen werden konnte und sich die positive Entwicklung über das gesamte Geschäftsjahr hinweg fortsetzen soll.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die MS Industrie AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2014 und 2015 in Phase 1, erfolgt von 2016 bis 2021 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 2,0 %. 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 % (bisher: 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 1,54.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,49 % (bisher: 11,08 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 80 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,51 % (bisher: 9,63 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,51 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2014 entspricht als **Kursziel 4,30 €**. Die deutliche Erhöhung des Kursziels trägt der veränderten Unternehmenssituation Rechnung. Die in den vergangenen Jahren getätigten Investitionen in die Kapazitätserweiterung werden in den nächsten Jahren die steigende Nachfrage innerhalb der Motoren- und Schweißtechnik vollständig tragen können und es ist mit deutlichen Wachstumsraten beim Umsatz und Ergebnis zu rechnen.

DCF-MODELL

MS Industrie AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Wertetreiber 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	8,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	13,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	13,8%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 14e	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	201,94	221,24	232,19	243,68	255,75	268,41	281,69	295,64	
US Veränderung	10,9%	9,6%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	3,19	3,78	4,11	4,29	4,39	4,55	4,51	4,69	
EBITDA	20,53	24,17	25,42	26,68	28,00	29,39	30,85	32,37	
EBITDA-Marge	10,2%	10,9%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	
EBITA	10,36	14,10	17,81	19,34	20,63	21,82	23,18	24,25	
EBITA-Marge	5,1%	6,4%	7,7%	7,9%	8,1%	8,1%	8,2%	8,2%	8,2%
Steuern auf EBITA	-2,90	-3,95	-5,34	-5,80	-6,19	-6,55	-6,95	-7,27	
zu EBITA	28,0%	28,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	7,46	10,15	12,47	13,54	14,44	15,28	16,22	16,97	
Kapitalrendite	8,1%	10,7%	13,5%	15,3%	16,0%	16,4%	16,9%	16,8%	16,7%
Working Capital (WC)	31,25	33,65	31,93	33,51	35,17	36,91	38,73	40,65	
WC zu Umsatz	15,5%	15,2%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	
Investitionen in WC	-6,67	-2,40	1,72	-1,58	-1,66	-1,74	-1,83	-1,92	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	63,26	58,59	56,50	56,75	58,20	59,00	62,50	63,00	
AFA auf OAV	-10,16	-10,06	-7,62	-7,35	-7,38	-7,57	-7,67	-8,13	
AFA zu OAV	16,1%	17,2%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	
Investitionen in OAV	-5,50	-5,40	-5,52	-7,60	-8,83	-8,37	-11,17	-8,63	
Investiertes Kapital	94,51	92,24	88,43	90,26	93,37	95,91	101,23	103,65	
EBITDA	20,53	24,17	25,42	26,68	28,00	29,39	30,85	32,37	
Steuern auf EBITA	-2,90	-3,95	-5,34	-5,80	-6,19	-6,55	-6,95	-7,27	
Investitionen gesamt	-12,17	-7,80	-3,80	-9,18	-10,49	-10,11	-13,00	-10,54	
Investitionen in OAV	-5,50	-5,40	-5,52	-7,60	-8,83	-8,37	-11,17	-8,63	
Investitionen in WC	-6,67	-2,40	1,72	-1,58	-1,66	-1,74	-1,83	-1,92	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	5,46	12,42	16,28	11,71	11,33	12,74	10,90	14,56	202,77

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	171,15	175,01
Barwert expliziter FCFs	63,81	57,47
Barwert des Continuing Value	107,33	117,54
Nettoschulden (Net debt)	49,21	40,28
Wert des Eigenkapitals	121,94	134,73
Fremde Gewinnanteile	7,03	7,77
Wert des Aktienkapitals	128,97	142,50
Ausstehende Aktien in Mio.	30,00	30,00
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,30	4,75

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,54
Eigenkapitalkosten	10,5%
Zielgewichtung	80,0%
Fremdkapitalkosten	7,5%
Zielgewichtung	20,0%
Taxshield	25,0%
WACC	9,5%

Kapitalrendite	WACC				
	8,9%	9,2%	9,5%	9,8%	10,1%
16,2%	4,62	4,39	4,18	3,98	3,80
16,4%	4,69	4,46	4,24	4,04	3,86
16,7%	4,76	4,52	4,30	4,10	3,91
16,9%	4,83	4,58	4,36	4,15	3,96
17,2%	4,90	4,65	4,42	4,21	4,02

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:

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 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:

<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 GBC AG

Dominik Gerbing, B.A., Trainee Investment Research GBC AG

§ 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



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