

Masterflex SE ^{3) 4)}

13. MAI 2015

Votum:	Kaufen
alt:	- vom -
Kursziel (in Euro)	9,00
Kurs (Xetra) (in Euro)	7,02
12.05.2015 17:36 Uhr	
Kurspotenzial	28%

Unternehmensdaten	
Branche	Industrie
Segment	Prime Standard
ISIN	DE0005492938
Reuters	MZXG.DE
Bloomberg	MZX

Aktienkennzeichen	
Aktienanzahl (in Mio. Stück)	8,866
Streubesitz	55,7%
Marktkapitalisierung (in Mio. Euro)	62,2
Ø Tagesumsatz (Stück)	5.140
52W Hoch	19.08.2014 7,50 Euro
52W Tief	16.10.2014 6,50 Euro

Termine	
Hauptversammlung	16.06.2015
Q2-Zahlen	10.08.2015

Performance	Absolut	Relativ ggü. DAX
1 Monat	0,3%	7,9%
3 Monate	-4,0%	-8,2%
6 Monate	4,8%	-15,5%
12 Monate	0,5%	-14,5%

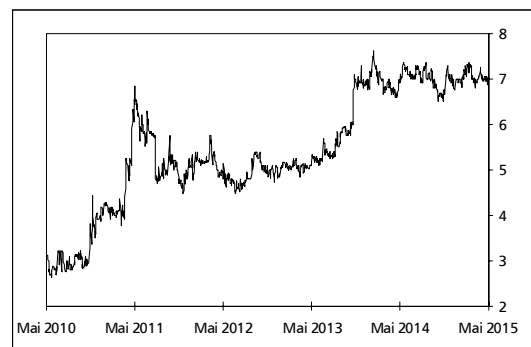
Index-Gewichtung	
Keine Indexzugehörigkeit	

Steigerung der Ertragskraft im Jahresverlauf zu erwarten

- Der Umsatz in Q1 2015 stieg auf 16,8 (16,0; unsere Prognose: 16,8) Mio. Euro. Hierbei ist hervorzuheben, dass das Q1 im Vorjahr überproportional stark war. Das Wachstum wurde von allen Regionen bis auf Russland (wie in Q4 verhaltene Nachfrage bei einigen russischen Kunden als Folge der negativen Währungseffekte) getragen. Das Q1-EBIT war mit 1,7 (2,1; unsere Prognose: 1,8) Mio. Euro rückläufig. Ursächlich dafür waren die überproportional zum Umsatz gestiegenen Personalkosten getrieben durch den produktionsbedingten Personalausbaue sowie die regulären Gehaltsanpassungen, aber auch gesetzliche Neuerungen (Mindestlohn in DE und Gesundheitsreform in den USA). Im Jahresverlauf erwarten wir einen deutlichen Rückgang der Personalaufwandsquote (zum Umsatz; Q1 2015: 38,4% (35,9%)).
- Für 2015 bestätigen wir unsere Prognosen beim Umsatz von 67,1 Mio. Euro bzw. beim EBIT von 7,0 Mio. Euro (überproportionaler Umsatzanstieg ggü. dem erhöhten Personalaufwand).
- Wir votieren weiterhin mit Kaufen (Wachstumsperspektiven im außereuropäischen Ausland, neue Produkte (Innovationen, Übernahmen), einen nachhaltigen soliden FCF sowie eine mögliche Dividende u.E. ab 2016 (noch nicht in der Schätzung berücksichtigt)) bei einem unveränderten Kursziel von 9,00 Euro.

	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	55,0	57,9	62,5	67,1	72,6	78,6
Umsatzwachstum	3,7%	5,3%	7,9%	7,4%	8,2%	8,3%
EBIT	7,6	6,1	6,3	7,0	8,0	9,2
EBIT-Marge (Umsatz)	13,7%	10,6%	10,1%	10,4%	11,0%	11,8%
JÜ nach Ant. Dritter	3,4	2,6	3,0	3,7	4,3	5,2
Nettomarge (Umsatz)	6,3%	4,5%	4,9%	5,5%	6,0%	6,6%
Gewinn je Aktie	0,39	0,29	0,34	0,42	0,49	0,59
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoverschuldung / EBITDA	2,0	2,2	1,8	1,5	1,1	0,7
Net Gearing	1,1	0,8	0,7	0,5	0,3	0,2
Free Cashflow (FCF)	0,9	4,0	3,0	3,4	3,9	4,2
FCF je Aktie (Euro)	0,10	0,45	0,34	0,38	0,44	0,48
EV / Umsatz	1,2	1,2	1,3	1,2	1,1	1,0
EV / EBITDA	6,2	7,7	8,7	8,1	7,1	6,1
EV / EBIT	8,4	11,0	12,6	11,5	9,8	8,2
EV / FCF	57,6	16,0	26,2	22,9	19,3	17,1
KGW	13,1	19,1	20,4	16,8	14,3	12,0
KBV	2,4	2,3	2,6	2,3	2,0	1,7
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Zahlen in Mio. Euro; EpS, DpS und FCF je Aktie in Euro; Quelle: Masterflex SE; eigene Schätzungen



Quelle: Bloomberg

Kontakt

Abteilung Research
 Leitung: Dr. Frank Wohlgenuth, CIIA/CEFA

Equity Sales Team
 +49 (0) 211 778-3370

 Thomas Aldenrath / thomas.aldenrath@wgzbank.de
 Jörg Eberhardt / joerg.eberhardt@wgzbank.de
 Oliver Garbe / oliver.garbe@wgzbank.de
 Dorothee Hönes / dorothee.hoenes@wgzbank.de
 Ansgar Krekeler / ansgar.krekeler@wgzbank.de
 Thomas Reher / thomas.reher@wgzbank.de
 Udo Zartner / udo.zartner@wgzbank.de

Ersteller: A. Vashkevich, S. Röhle, CFA (Analysten)

Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokumentes, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten, die Pflichtangaben zu § 34b Wertpapierhandelsgesetz und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokumentes. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG ist nur zur Verteilung an professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien gemäß § 31a WpHG bestimmt.

- Der Umsatz legte in Q1 2015 um 4,8% zu. Trotz der Dynamik bei der Topline-Entwicklung ging die EBIT-Marge auf 10,0% (13,0%) zurück, blieb aber immer noch zweistellig. Ursächlich dafür waren einerseits der wachstumsbedingte Personalausbau (durchschnittliche Mitarbeiteranzahl: +22 yoy; +23 qoq) sowie die regulären Gehaltsanpassungen zum Jahreswechsel. Andererseits trugen das seit 2015 in Kraft getretene Mindestlohngesetz in Deutschland (höherer Personalaufwand auf Grund des Lohnabstandsgebotes an einigen Masterflex-Standorten) sowie die Gesundheitsreform („Obama-Care“) in den USA zu den höheren Personalkosten bei.
- Positiv sehen wir den Rückgang der Materialaufwandsquote (zum Umsatz) in Q1 2015 auf 31,4% (32,9%) an, was auf stabile Kosten der Rohstoffe sowie den Produktmix, aber auch auf interne Optimierungen des Herstellungsprozesses zurückzuführen ist.
- Für 2015 rechnen wir mit einer ggü. dem Vorjahr leicht steigenden EBIT-Marge von 10,4% (2014: 10,1%; höherer Personalaufwand wird durch Dynamik beim Umsatz mehr als ausgeglichen). Das Umsatzwachstum sollte im laufenden Jahr u.a. durch Innovationen (derzeit mehrere neue Produkte in einem guten Entwicklungsstadium) getrieben werden. Mittelfristig wird die historisch langjährige EBIT-Marge von 13%-14% angestrebt.

Rückgang der EBIT-Marge in Q1 2015

Rückläufige Materialaufwandsquote in Q1 2015

Wir rechnen mit einem Anstieg der 2015er EBIT-Marge auf 10,4% (2014: 10,1%)

Bewertung

Bewertungsfazit

Wir bewerten die Masterflex-Aktie weiterhin ausschließlich nach unserem DCF-Modell. Dabei ergibt sich ein fairer Wert von 80,7 Mio. Euro. Dies bedeutet einen fairen Wert je Aktie von 9,10 Euro. Unser Kursziel lautet unverändert 9,00 Euro.

Kursziel bei unverändert 9,00 Euro

Masterflex SE

Discounted Cashflow - Modell

Angaben in Mio. Euro	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Umsatz	67,1	72,6	78,6	84,4	90,2	95,8	101,2	106,4	111,2	116,2
Umsatzwachstum	7,4%	8,2%	8,3%	7,4%	6,8%	6,2%	5,7%	5,1%	4,5%	4,5%
EBIT-Marge	10,4%	11,0%	11,8%	12,4%	13,0%	13,5%	13,3%	13,2%	13,0%	13,0%
EBIT	7,0	8,0	9,2	10,4	11,7	12,9	13,5	14,0	14,4	15,1
- Ertragssteuern	-2,1	-2,4	-2,8	-3,1	-3,5	-3,9	-4,0	-4,2	-4,3	-4,5
+ Abschreibungen	2,9	3,0	3,1	3,3	3,4	3,6	3,7	3,8	3,9	4,1
+/- Veränderung sonstiger Non Cash Items	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto-Cashflow	7,8	8,6	9,6	10,6	11,6	12,6	13,2	13,6	14,0	14,6
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-1,2	-1,2	-1,6	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2	-2,2	-2,2	-2,3
- Investitionen in das Anlagevermögen	-3,0	-3,3	-3,5	-3,6	-3,7	-3,8	-3,9	-3,9	-3,9	-4,1
Free Cashflow	3,6	4,1	4,5	5,0	5,8	6,7	7,1	7,5	7,9	8,3
Barwerte	3,4	3,6	3,6	3,7	4,0	4,2	4,2	4,1	3,9	3,8
Summe Barwerte	38,5									
Terminalwert	59,5	in % vom Gesamtwert: 61%								
Wert des operativen Geschäfts	98,0	Modell-Parameter: Langfristige Bilanzstruktur: Eigenkapital: 70% Fremdkapital: 30% Risikofreie Rendite: 3,0% Beta: 1,5 Risikoprämie: 5,0% Risikoprämie FK: 2,7% Zins EK: 10,4% Tax-Shield: 30,0% Zins FK: 4,0% Wachst. FCF (TV): 2,0% WACC: 8,4% Datum: 13.05.2015								
+ Liquide Mittel	3,9									
- Finanzverbindlichkeiten	-20,8									
- Pensionsrückstellungen	0,0									
- Minderheitenanteile	-0,4									
Marktwert Eigenkapital	80,7									
Anzahl der Aktien in Mio. Stück	8,866									
Fairer Wert je Aktie (Euro)	9,10									

Quelle: Eigene Schätzungen

Sensitivitätsanalyse (in Euro)

		Diskontierungszinssatz (WACC)			
		7,4%	7,9%	8,4%	8,9%
Wachstum FCF (TV)	1,0%	9,87	8,97	8,20	7,52
	1,5%	10,49	9,48	8,62	7,87
	2,0%	11,21	10,07	9,10	8,27
	2,5%	12,09	10,76	9,66	8,74

Quelle: Eigene Schätzungen

Anhang

Masterflex SE

Gewinn- und Verlustrechnung

Angaben in Mio. Euro	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatzerlöse	55,0	57,9	62,5	67,1	72,6	78,6
Erhöhung des Bestandes an fertigen und unfertigen Erzeugnissen	0,8	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,3	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Erträge	1,6	0,4	0,9	0,6	0,6	0,7
Gesamtleistung (GL)	57,7	58,7	63,9	67,7	73,2	79,3
Materialaufwand	-17,8	-18,1	-20,4	-21,7	-23,4	-25,4
Personalaufwand	-20,1	-21,8	-23,3	-24,2	-26,1	-28,1
Abschreibungen	-2,6	-2,7	-2,9	-2,9	-3,0	-3,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-9,6	-10,0	-11,1	-11,9	-12,6	-13,4
EBIT	7,6	6,1	6,3	7,0	8,0	9,2
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1
Sonstige Finanzaufwendungen	-1,6	-1,5	-1,2	-1,1	-1,2	-1,2
Beteiligungsergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	-1,6	-1,6	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
Außergewöhnliches Ergebnis	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	5,8	4,5	5,2	5,9	6,8	8,2
Steuern von Einkommen und vom Ertrag	-1,9	-1,7	-2,0	-2,1	-2,4	-2,7
Jahresüberschuss	3,9	2,9	3,2	3,8	4,5	5,4
Außerordentliches Ergebnis (nach Steuern)	-0,3	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter am Jahresergebnis	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,2
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	3,4	2,6	3,0	3,7	4,3	5,2
Anzahl Aktien (in Mio. Stück)	8,87	8,87	8,87	8,87	8,87	8,87
Gewinn je Aktie (unverwässert in EUR)	0,39	0,29	0,34	0,42	0,49	0,59

Quelle: Masterflex SE; eigene Schätzungen

Masterflex SE

Gewinn- und Verlustrechnung (Positionen in % vom Umsatz)

	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatzerlöse	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Erhöhung des Bestandes an fertigen und unfertigen Erzeugnissen	1,4%	0,6%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,5%	0,1%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige betriebliche Erträge	3,0%	0,8%	1,4%	0,9%	0,8%	0,8%
Gesamtleistung (GL)	104,9%	101,4%	102,4%	100,9%	100,8%	100,8%
Materialaufwand	-32,4%	-31,3%	-32,6%	-32,3%	-32,3%	-32,3%
Personalaufwand	-36,5%	-37,7%	-37,2%	-36,1%	-36,0%	-35,8%
Abschreibungen	-4,8%	-4,6%	-4,6%	-4,3%	-4,1%	-3,9%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-17,5%	-17,3%	-17,8%	-17,8%	-17,4%	-17,1%
EBIT	13,7%	10,6%	10,1%	10,4%	11,0%	11,8%
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	0,1%	-0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%
Sonstige Finanzaufwendungen	-2,9%	-2,6%	-1,8%	-1,7%	-1,7%	-1,5%
Beteiligungsergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstiges Finanzergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Finanzergebnis	-2,8%	-2,7%	-1,8%	-1,6%	-1,5%	-1,4%
Außergewöhnliches Ergebnis	-0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	10,6%	7,8%	8,3%	8,8%	9,4%	10,4%
Steuern von Einkommen und vom Ertrag	-3,4%	-2,9%	-3,1%	-3,1%	-3,2%	-3,5%
Jahresüberschuss	7,1%	5,0%	5,2%	5,7%	6,2%	6,9%
Außerordentliches Ergebnis (nach Steuern)	-0,5%	-0,1%	-0,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Anteile anderer Gesellschafter am Jahresergebnis	-0,4%	-0,3%	-0,1%	-0,1%	-0,2%	-0,3%
Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter	6,3%	4,5%	4,9%	5,5%	6,0%	6,6%

Quelle: Masterflex SE; eigene Schätzungen

Masterflex SE**Bilanz**

Angaben in Mio. Euro	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Geschäfts- oder Firmenwert	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
Übrige immaterielle Vermögenswerte	0,9	1,0	0,8	0,9	1,0	1,1
Sachanlagen	21,2	21,8	22,6	22,6	22,8	23,1
Finanzanlagen, langfristig	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Sonstige langfristige Forderungen und Vermögenswerte	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Latente Steuern	4,3	3,5	2,6	2,7	2,5	2,4
Langfristige Vermögenswerte	30,2	29,9	29,6	29,8	30,0	30,3
Vorräte	11,1	10,7	11,7	12,6	13,6	14,7
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	5,5	5,1	5,4	5,9	6,4	7,0
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	1,2	1,3	0,9	1,0	1,0	1,1
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	2,8	4,7	4,4	8,8	11,5	14,1
Kurzfristige Vermögenswerte	20,6	21,8	22,4	28,3	32,6	36,9
Zum Verkauf gehaltene Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiva	50,8	51,7	52,0	58,2	62,6	67,2
Gezeichnetes Kapital	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7
Kapitalrücklage	26,3	26,3	26,3	26,3	26,3	26,3
Sonstige Rücklagen	-15,3	-12,7	-9,7	-9,7	-9,7	-9,7
Sonstige Eigenkapitalbestandteile	-1,4	-1,8	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9
Eigene Anteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Konzerngewinn	0,0	0,0	0,0	3,7	8,1	13,3
Dividendenzahlung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital ohne Anteile anderer Gesellschafter	18,3	20,5	23,4	27,2	31,5	36,7
Anteile anderer Gesellschafter	0,5	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4
Eigenkapital	18,9	21,1	23,8	27,6	31,9	37,1
Langfristige sonstige Rückstellungen	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	17,1	18,2	15,1	16,8	16,7	16,2
Latente Steuerverbindlichkeiten	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten/Rückstellungen	1,5	1,5	1,3	1,3	1,4	1,5
Langfristige Verbindlichkeiten	19,6	20,4	17,2	18,9	18,8	18,5
Kurzfristige Rückstellungen	2,6	2,5	2,3	2,5	2,6	2,4
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	6,1	4,4	5,2	5,7	5,4	5,1
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1,7	1,6	1,5	1,6	1,8	2,0
Kurzfristige sonstige Verbindlichkeiten	1,5	1,5	1,8	1,7	1,8	1,9
Kurzfristige Verbindlichkeiten	11,9	10,0	10,8	11,5	11,6	11,4
Zum Verkauf vorgesehene Schuldpositionen	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Passiva	50,8	51,7	52,0	58,2	62,6	67,2

Quelle: Masterflex SE; eigene Schätzungen

Masterflex SE

Bilanz (Positionen in % von Bilanzsumme)

	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Geschäfts- oder Firmenwert	6,5%	6,4%	6,3%	5,7%	5,3%	4,9%
Übrige immaterielle Vermögenswerte	1,8%	1,8%	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%
Sachanlagen	41,8%	42,1%	43,6%	38,9%	36,5%	34,4%
Finanzanlagen, langfristig	0,8%	0,7%	0,6%	0,5%	0,5%	0,4%
Sonstige langfristige Forderungen und Vermögenswerte	0,2%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%
Latente Steuern	8,4%	6,7%	4,9%	4,6%	4,1%	3,6%
Langfristige Vermögenswerte	59,4%	57,9%	57,0%	51,3%	48,0%	45,1%
Vorräte	21,9%	20,7%	22,5%	21,7%	21,8%	21,9%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	10,8%	9,9%	10,3%	10,1%	10,3%	10,4%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	2,4%	2,4%	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	5,5%	9,2%	8,5%	15,2%	18,3%	21,0%
Kurzfristige Vermögenswerte	40,6%	42,1%	43,0%	48,7%	52,0%	54,9%
Zum Verkauf gehaltene Vermögenswerte	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktiva	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Gezeichnetes Kapital	17,2%	16,9%	16,8%	15,0%	14,0%	13,0%
Kapitalrücklage	51,7%	50,8%	50,5%	45,1%	42,0%	39,0%
Sonstige Rücklagen	-30,2%	-24,6%	-18,6%	-16,6%	-15,5%	-14,4%
Sonstige Eigenkapitalbestandteile	-2,7%	-3,5%	-3,6%	-3,2%	-3,0%	-2,8%
Eigene Anteile	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Konzerngewinn	0,0%	0,0%	0,0%	6,4%	12,9%	19,7%
Dividendenzahlung	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eigenkapital ohne Anteile anderer Gesellschafter	36,1%	39,6%	45,1%	46,7%	50,4%	54,6%
Anteile anderer Gesellschafter	1,1%	1,2%	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%
Eigenkapital	37,1%	40,7%	45,9%	47,4%	51,0%	55,2%
Langfristige sonstige Rückstellungen	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	33,7%	35,1%	29,0%	28,8%	26,6%	24,0%
Latente Steuerverbindlichkeiten	1,6%	1,1%	1,2%	1,0%	1,0%	0,9%
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten/Rückstellungen	3,0%	2,9%	2,5%	2,2%	2,2%	2,2%
Langfristige Verbindlichkeiten	38,6%	39,5%	33,0%	32,5%	30,1%	27,5%
Kurzfristige Rückstellungen	5,1%	4,8%	4,4%	4,3%	4,2%	3,6%
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	12,0%	8,4%	9,9%	9,7%	8,6%	7,6%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	3,3%	3,1%	2,9%	2,8%	2,9%	2,9%
Kurzfristige sonstige Verbindlichkeiten	3,0%	2,9%	3,5%	3,0%	2,9%	2,9%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	23,4%	19,3%	20,7%	19,8%	18,6%	17,0%
Zum Verkauf vorgesehene Schuldpositionen	0,8%	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%
Passiva	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Quelle: Masterflex SE; eigene Schätzungen

Masterflex SE

Kapitalflussrechnung

Angaben in Mio. Euro	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Konzernjahresergebnis vor Steuern u. Finanzergebnis	7,0	5,6	6,1	7,0	8,0	9,2
Abschreibungen	2,1	2,7	2,9	2,9	3,0	3,1
Gezahlte / Erhaltene Ertragsteuern	-1,8	-0,9	-1,3	-2,1	-2,4	-2,7
Nicht zahlungswirksame Aufwendungen / Erträge	-0,1	0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1
Veränderung Pensionsrückstell. u. sonst. langfr. Rückstell.	-0,8	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0
Brutto-Cashflow	6,4	7,4	7,2	7,7	8,5	9,5
Zunahme / Abnahme Vorräte, FO L.L., andere Aktiva	-1,8	1,1	-0,4	-1,6	-1,6	-1,7
Zunahme / Abnahme VB L.L., andere Passiva	-1,0	-0,6	0,0	0,4	0,4	0,1
Mittelzufluss/-abfluss aus der laufenden Geschäftstätigkeit	3,6	8,0	6,8	6,5	7,3	7,9
Investitionen in Sachanlagen	-2,1	-3,4	-3,6	-2,9	-3,2	-3,4
Investitionen in Finanzanlagen	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen in Immaterielle VG	-0,4	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Investitionen	-2,6	-3,8	-3,7	-3,0	-3,3	-3,5
Einzahlungen: Verkauf konsolidierte Unternehmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Einzahlungen Abgang Gegenstände AV	0,0	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0
Einzahlungen/Auszahlungen Finanzanlagen	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen Erwerb konsolidierte Unternehmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige langfristige Vermögenswerte	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mittelzufluss/-abfluss aus der Investitionstätigkeit	-2,5	-3,3	-3,4	-3,0	-3,3	-3,5
Zunahme / Abnahme Finanzverbindlichkeiten	-0,9	-0,5	-2,3	2,2	-0,4	-0,8
Einzahlungen / Auszahlungen Minderheitsgesellschafter	-0,3	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0
Dividendenauszahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung latenter Steuern	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,1	0,1
Einzahlungen / Auszahlungen Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsauszahlungen/Zinseinzahlungen	-1,5	-1,5	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1
Einzahlungen / Auszahlungen Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mittelzufluss/-abfluss aus der Finanzierungstätigkeit	-2,7	-2,2	-3,6	0,9	-1,4	-1,7
Zahlungswirksame Veränderungen des Finanzmittelbestandes	-1,6	2,5	-0,2	4,4	2,6	2,7
Veränderungen: Wechselkurse/Konsolidierung/Sonstige	-0,2	-0,6	-0,1	0,0	0,0	0,0
Finanzmittelbestand am Anfang der Periode	4,6	2,8	4,8	4,4	8,8	11,5
Finanzmittelbestand am Ende der Periode	2,8	4,8	4,4	8,8	11,5	14,1
Zur Veräußerung stehende Zahlungsmittel/Schuldpositionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzmittelbestand Bilanz	2,8	4,8	4,4	8,8	11,5	14,1

Quelle: Masterflex SE; eigene Schätzungen

Masterflex SE

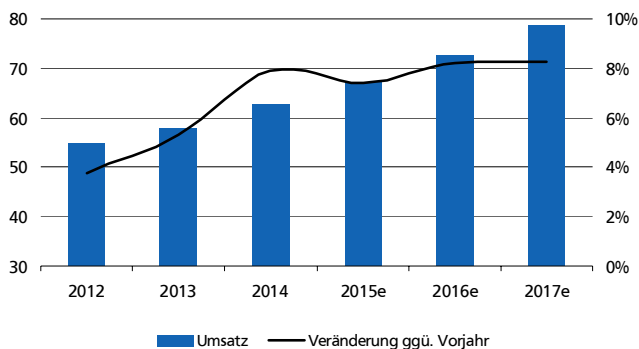
Kennzahlen

	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Wachstumsanalyse						
Umsatzwachstum	3,7%	5,3%	7,9%	7,4%	8,2%	8,3%
EBITDA-Wachstum	2,1%	-13,8%	4,6%	7,5%	11,3%	12,5%
EBIT-Wachstum	0,8%	-19,1%	3,3%	10,1%	14,6%	15,9%
EBT-Wachstum	-6,0%	-21,8%	14,5%	13,1%	16,5%	19,1%
EPS-Wachstum	-6,4%	-24,7%	17,2%	22,0%	17,0%	19,9%
Margenanalyse (Umsatz)						
EBITDA-Marge	18,5%	15,1%	14,7%	14,7%	15,1%	15,7%
EBIT-Marge	13,7%	10,6%	10,1%	10,4%	11,0%	11,8%
EBT-Marge	10,6%	7,8%	8,3%	8,8%	9,4%	10,4%
Nettomarge	6,3%	4,5%	4,9%	5,5%	6,0%	6,6%
Renditeanalyse						
ROI	6,8%	5,1%	5,9%	6,7%	7,2%	8,0%
ROCE	15,7%	11,6%	11,1%	12,1%	13,4%	14,8%
ROE	19,7%	13,0%	13,5%	14,4%	14,6%	15,1%
ROIC	15,0%	11,3%	11,0%	12,1%	13,4%	14,9%
Bilanzanalyse						
Eigenkapitalquote	37,1%	40,7%	45,9%	47,4%	51,0%	55,2%
Anlagendeckung I	62,5%	70,4%	80,5%	92,4%	106,3%	122,5%
Anlagendeckung II	127,5%	138,7%	138,5%	155,6%	169,1%	183,5%
Anlagenintensität	59,4%	57,8%	57,0%	51,3%	48,0%	45,1%
Vorratsumschlag	5,4	5,3	5,6	5,5	5,5	5,5
Debitorenumschlag	10,6	10,9	12,0	11,9	11,8	11,7
Debitorenlaufzeit/-ziel	34,5	33,4	30,5	30,6	30,9	31,1
Working Capital / Umsatz	18,7%	20,9%	19,8%	20,1%	20,2%	20,5%
Kreditorenlaufzeit/-ziel	32,8	33,2	27,6	26,3	26,8	27,2
Verschuldung						
Nettoverschuldung (Mio. Euro)	20,4	17,8	15,8	13,6	10,6	7,1
Nettoverschuldung / EBITDA	2,0	2,2	1,8	1,5	1,1	0,7
Net Gearing	1,1	0,8	0,7	0,5	0,3	0,2
Zinsdeckungsgrad (EBITDA)	6,3	5,8	8,0	8,6	9,2	10,6
Zinsdeckungsgrad (EBIT)	4,7	4,0	5,5	6,1	6,7	7,9
Cashflow-Analyse						
Free Cashflow (FCF)	0,9	4,0	3,0	3,4	3,9	4,2
FCF / Umsatz	1,6%	6,9%	4,8%	5,1%	5,3%	5,4%
FCF / Jahresüberschuss	26,1%	154,6%	98,8%	91,5%	89,4%	81,2%
FCF je Aktie (Euro)	0,10	0,45	0,34	0,38	0,44	0,48
FCF Yield	2,0%	8,1%	4,9%	5,5%	6,2%	6,8%
Capex (Mio. Euro)	2,6	3,8	3,7	3,0	3,3	3,5
Capex / Abschreibungen	1,0%	1,3%	1,3%	1,0%	1,1%	1,1%
Capex / Umsatz	4,7%	5,4%	6,0%	4,5%	4,5%	4,5%
Bewertungsmultiplikatoren						
EV / Umsatz	1,2	1,2	1,3	1,2	1,1	1,0
EV / EBITDA	6,2	7,7	8,7	8,1	7,1	6,1
EV / EBIT	8,4	11,0	12,6	11,5	9,8	8,2
EV / FCF	57,6	16,0	26,2	22,9	19,3	17,1
KGv	13,1	19,1	20,4	16,8	14,3	12,0
KBV	2,4	2,3	2,6	2,3	2,0	1,7
KCV	12,6	6,2	9,1	9,6	8,5	7,8
KUV	0,8	0,9	1,0	0,9	0,9	0,8
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Quelle: Masterflex SE; eigene Schätzungen

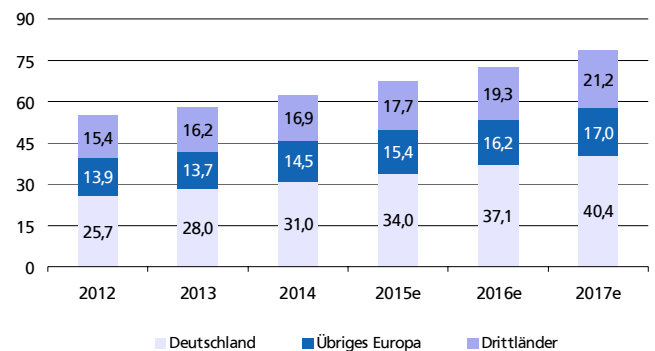
1)2)3)4)6) Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Umsatzentwicklung (Mio. Euro)



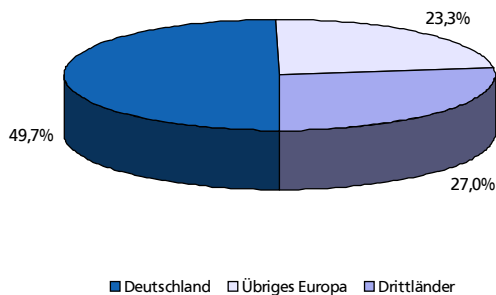
- ⇒ Erfolgreiche Restrukturierung in den Jahren 2008 bis 2010
- ⇒ Internationalisierung, Innovationen sowie mögliche Unternehmenszukäufe als Haupttreiber der Topline-Entwicklung

Umsatzentwicklung nach Regionen (Mio. Euro)



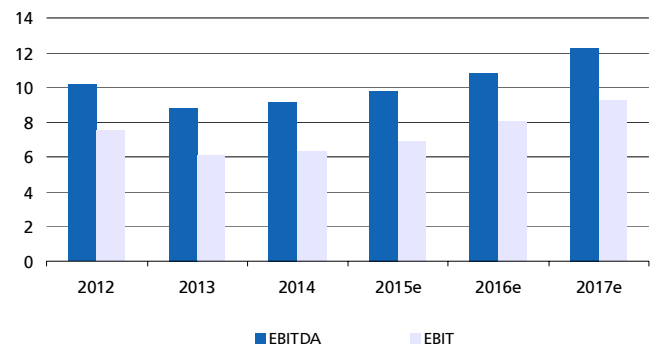
- ⇒ Der Umsatz in der Region Deutschland enthält u.a. indirekte Exporte

Umsatzverteilung nach Regionen (2014)



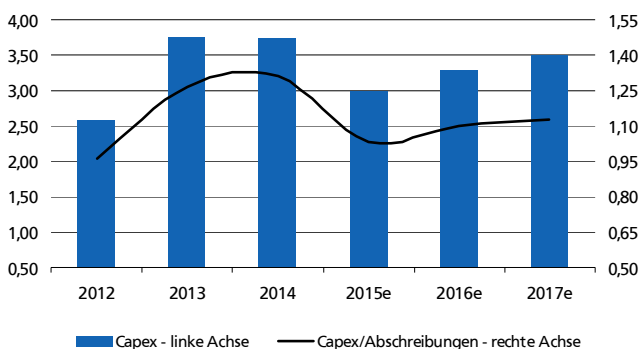
- ⇒ Historisch bedingt ist der Hauptabsatzmarkt für Masterflex Europa (inkl. Deutschland)
- ⇒ Ab 2016 rechnen wir mit einem überproportionalen Anstieg des Umsatzes im außereuropäischen Ausland (vor allem Amerika/Asien)

Ergebnisentwicklung (Mio. Euro)



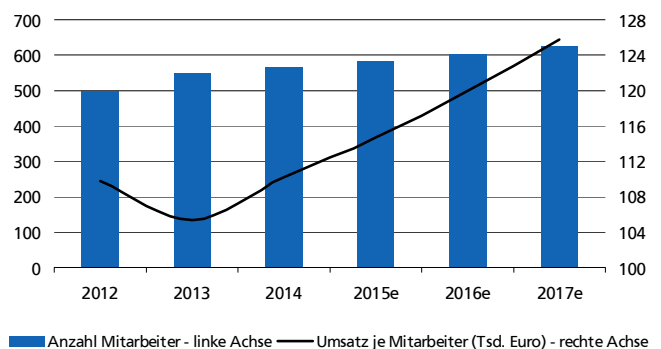
- ⇒ Das operative Ergebnis wurde 2013 vorübergehend durch die Vorlaufkosten der Internationalisierung belastet
- ⇒ Ab 2014 erwarten wir einen schrittweisen Anstieg des operativen Ergebnisses (Vollendung der ersten Stufe des Personalausbaus; Skaleneffekte)

Investitionen (Mio. Euro)



- ⇒ Die Investitionsquote erwarten wir zwischen 4% und 5% vom Umsatz

Anzahl Mitarbeiter und Umsatz/Mitarbeiter



- ⇒ 2011 - 2013: starker Personalausbau im Rahmen der ersten Stufe der Internationalisierungsstrategie
- ⇒ 2014: Erhöhung des Umsatzes je Mitarbeiter

Quelle: Masterflex SE; eigene Schätzungen

1)2)3)4)6) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**

Rechtliche Hinweise

Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten -

Kaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
Halten:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten eine Wertentwicklung zwischen 0% und 15% aufweisen.
Verkaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust aufweisen.

Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung

Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdienste (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, FAZ, FTD, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

Aktienanalysen:

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinste Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

Sensitivität der Bewertungsparameter:

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen, können sich ebenfalls auf Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:**Aktienanalysen:**

Die WGZ BANK führt eine Liste der Emittenten, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen („Coverliste Aktienanalysen“) veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten ist primär die Zugehörigkeit zu einem Index (DAX® und EuroStoxx 50SM). Zusätzlich werden ausgewählte Emittenten aus dem Mid- und Small-Cap-Segment sowie des US-Marktes berücksichtigt. Hierbei liegt es allein im Ermessen der WGZ BANK, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf der Coverliste vorzunehmen. Für die auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten wird grundsätzlich wöchentlich ein qualifizierter Kurzkomentar mit einer Zusammenfassung und Bewertung aktueller unternehmensspezifischer Ereignisse erstellt. Ferner werden täglich zu einzelnen auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten unternehmensspezifische Ereignisse wie z.B. Ad-hoc-Meldungen oder wichtige Nachrichten bewertet. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der WGZ BANK. Darüber hinaus werden für auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten Fundamentalanalysen erstellt. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der WGZ BANK.

Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.

Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten:

Mitarbeiter/-innen der WGZ BANK, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den hausinternen Compliance-Regelungen, die sie als Mitarbeiter/-innen eines Vertraulichkeitsbereiches einstufen. Die hausinternen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der §§ 33 und 33b WpHG.

Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 13.05.2015 -

Die WGZ BANK und/oder mit ihr verbundene Unternehmen halten Aktien des bzw. der analysierten Emittenten im Handelsbestand.

Weitere mögliche Interessenkonflikte sind mit nachfolgenden Ziffern beim Emittentennamen gekennzeichnet.

Die WGZ BANK und/oder mit ihr verbundene Unternehmen:

- 1) sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 1 Prozent beteiligt.
- 2) waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
- 3) betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4) haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.
- 6) haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

Stand: 13.05.2015

WGZ BANK AG
Westdeutsche Genossenschafts-Zentralbank
Ludwig-Erhard-Allee 20
D-40227 Düsseldorf

Zuständige Aufsichtsbehörden:
Europäische Zentralbank
Sonnenmannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn
und
Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken. Dieses Dokument ist durch die WGZ BANK AG Westdeutsche Genossenschafts-Zentralbank ("WGZ BANK") erstellt und zur Verteilung in der Bundesrepublik Deutschland, Österreich, Luxemburg und der Schweiz bestimmt. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen mit Wohn- und/oder Gesellschaftssitz und/oder Niederlassungen in sonstigen Ländern, vor allem in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Großbritannien oder Japan. Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Information und Materialien gelangen, haben sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese zu befolgen.

Dieses Dokument stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten dar. Mit der Erstellung des Dokuments ist die WGZ BANK insbesondere nicht als Anlageberater oder aufgrund einer Vermögensbetreuungspflicht tätig. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere oder sonstiger Finanzinstrumente sollte auf der Grundlage eines individuellen Beratungsgesprächs, unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren und/oder des maßgeblichen (Wertpapier-) Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen, nicht aber auf der Grundlage dieses Dokuments. Je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage kann das Finanzinstrument für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein.

Die vollständigen Angaben zu den Wertpapieren oder Finanzinstrumenten, insbesondere zu den verbindlichen Bedingungen, Risiken sowie Angaben zur Emittentin können dem jeweiligen (Wertpapier-) Prospekt oder Informationsmemorandum entnommen werden.

Das Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittentin bzw. Wertpapiere durch die WGZ BANK dar. Alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

Die WGZ BANK hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus als zuverlässig erachteten Quellen übernommen, ohne jedoch alle diese Informationen selbst zu verifizieren. Dementsprechend gibt die WGZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der hierin enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Die WGZ BANK übernimmt keine Haftung für unmittelbare oder mittelbare Schäden, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

Die Informationen bzw. Meinungen und Aussagen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können aufgrund künftiger Entwicklungen überholt sein, ohne dass das Dokument geändert wurde. Die WGZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung des Dokuments.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Sämtliche Kursziele, die für die in dieser Studie analysierten Unternehmen angegeben werden, können auf Grund verschiedener Risikofaktoren, einschließlich, jedoch nicht ausschließlich, Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Maßnahmen des Unternehmens, Wirtschaftslage, Nichterfüllung von Ertrags- und/oder Umsatzprognosen, Nichtverfügbarkeit von vollständigen und genauen Informationen und/oder ein später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen der WGZ BANK bzw. sonstiger Quellen, auf welche sich die WGZ BANK in diesem Dokument stützt, auswirkt, möglicherweise nicht erreicht werden. Die WGZ BANK ist berechtigt, während des Analysezeitraums eine andere Studie über das Unternehmen zu veröffentlichen, in der kein Kursziel angegeben wird, sondern Bewertungskriterien erörtert werden. Die angegebenen Kursziele sollten im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten Studien und Entwicklungen, welche sich auf das Unternehmen sowie die Branche und Finanzmärkte, in denen das Unternehmen tätig ist, beziehen, betrachtet werden.

Die steuerliche Behandlung von Finanzinstrumenten hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Investors ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein, die ggf. auch zurückwirken können.

Die WGZ BANK ist berechtigt, Investment Banking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem/den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand dieser Studie sind. Die Research-Analysten der WGZ BANK liefern ebenfalls wichtigen Input für Investment Banking- und andere Verfahren zur Auswahl von Unternehmen. Anleger sollten davon ausgehen, dass die WGZ BANK und/oder deren jeweilige Tochtergesellschaften bestrebt sind bzw. sein werden, Investment Banking- oder sonstige Geschäfte von dem bzw. den Unternehmen, die Gegenstand dieser Studie sind, zu akquirieren, und dass die Research-Analysten, die an der Erstellung dieser Studie beteiligt waren, im Rahmen des geltenden Rechts am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können. WGZ BANK und/oder deren jeweilige Tochtergesellschaften sowie deren Mitarbeiter halten möglicherweise Positionen in diesen Wertpapieren oder tätigen Geschäfte mit diesen Wertpapieren.

Research-Analysten werden nicht für bestimmte Investment Banking-Transaktionen vergütet. Der/die Verfasser dieser Studie erhält/erhalten eine Vergütung, die (unter anderem) auf der Gesamtrentabilität der WGZ BANK basiert, welche Erträge aus dem Investment Banking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der WGZ BANK und deren Haushaltsmitglieder sowie Personen, die den Analysten Bericht erstatten, dürfen grundsätzlich kein finanzielles Interesse an Finanzinstrumenten von Unternehmen haben, die vom Analysten geprüft werden.

Soweit die WGZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angibt, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die WGZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die WGZ BANK übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.

Das Dokument unterliegt dem Urheberrecht der WGZ BANK und darf weder als Ganzes noch teilweise reproduziert oder vervielfältigt oder an andere Personen weiterverteilt oder veröffentlicht werden. Jede Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die WGZ BANK.