



## **Researchstudie (Update)**

### **MS Industrie AG**



**Umsatz- und Ergebniswachstum im zweiten Quartal erreicht,  
leichte Prognose- und Kurszielanhebung**

**Kursziel: 4,70 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 13**

## MS Industrie AG<sup>\*4,5a,11</sup>

**Rating: KAUFEN**  
**Kursziel: 4,70**

Aktueller Kurs: 3,95  
25.08.2017 XETRA-  
Schlusskurs  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE0005855183  
WKN: 585518  
Börsenkürzel: MSAG

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 29,82  
Marketcap<sup>3</sup>: 118,07  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 183,81  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 57,0 %

Transparenzlevel:  
General Standard

Marktsegment:  
Regulierter Markt

Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:  
Oddo Seydler Bank AG

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger  
greiffenberger@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 14

### Unternehmensprofil

Branche: Industrie

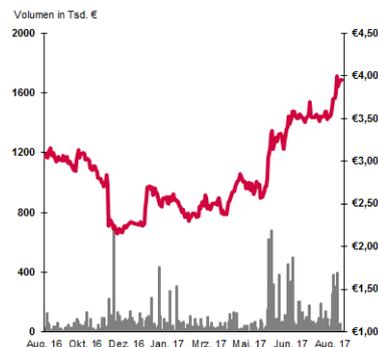
Fokus: Motoren- und Antriebstechnik, Ultraschalltechnik und Elektromotoren

Mitarbeiter: 1.139 (30.06.2017)

Gründung: 1991

Firmensitz: München

Vorstand: Dr. Andreas Aufschneider, Armin Distel



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

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017e	31.12.2018e
Umsatz	274,44	237,50	251,75	266,85
EBITDA	21,01	18,73	19,80	21,34
EBIT	9,10	6,30	7,45	10,02
Jahresüberschuss	3,46	4,46	4,84	6,31

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,12	0,15	0,16	0,21
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

### Kennzahlen

EV/Umsatz	0,67	0,77	0,73	0,69
EV/EBITDA	8,75	9,82	9,28	8,61
EV/EBIT	20,21	29,19	24,68	18,35
KGv	34,15	26,45	24,41	18,71
KBV		2,28		

### Finanztermine

Nov. 2017: Veröffentlichung Q3-Bericht

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

06.06.2017: RS / 4,30 / KAUFEN

21.11.2016: RS / 5,00 / KAUFEN

29.08.2016: RS / 5,50 / KAUFEN

08.06.2016: RS / 6,00 / KAUFEN

07.12.2015: RS / 7,00 / KAUFEN

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

## EXECUTIVE SUMMARY

- Die MS Industrie AG weist im ersten Halbjahr 2017 zwar mit -3,6 % auf 123,94 Mio. € (VJ: 128,58 Mio. €) eine leicht rückläufige Umsatzentwicklung auf, es liegen jedoch Aufholtendenzen vor. Während im ersten Quartal 2017 Umsatzerlöse in Höhe von 58,5 Mio. € erzielt wurden, kletterten diese im zweiten Quartal 2017 deutlich auf 65,4 Mio. €.
- Ein wichtiger Aspekt dieser aufwärtsgerichteten Umsatzentwicklung sind die wieder steigenden Umsätze im Powertrain-Segment in der Region Nordamerika. Wie im Vorfeld erwartet, war die Nachfrageentwicklung in dieser Region, nach dem starken Einbruch der LKW-Zulassungszahlen der vergangenen Berichtsperioden, wieder deutlich positiver. Gemäß Marktdaten lagen die LKW-Zulassungszahlen (Class 5-8) in den USA im zweiten Quartal 2017 um rund 37 % über dem Vorjahreswert. Als Lieferant kompletter Ventiltrieb-Systeme für schwere Dieselmotoren, hängt die MS Industrie-Gruppe über das Segment Power Technology Group (PTG) stark von der Nachfrageentwicklung nach schweren LKW ab.
- Nachdem die zwischenzeitliche Umsatzschwäche in Nordamerika ausgeglichen wurde, präsentierten die deutschen Gesellschaften im ersten Halbjahr 2017 überraschend einen absoluten Umsatzrückgang in Höhe von -8,13 Mio. € auf 61,73 Mio. € (VJ: 69,86 Mio. €). Dies ist in erster Linie der herausragenden Entwicklung des vergangenen Geschäftsjahres geschuldet, als sich die deutschen Gesellschaften, mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 12,7 %, besonders dynamisch entwickelt hatten.
- Erwartungsgemäß erreichte die MS Industrie AG, insbesondere aufgrund weggefallener Sondereffekte aus dem im Vorjahr erfolgten Umzug der Powertrain-Produktion nach Trossingen, einen leichten EBITDA-Margenanstieg auf 8,5 % (VJ: 8,3 %). Absolut betrachtet lag das EBITDA, ausgehend vom niedrigeren Umsatzniveau, mit 10,51 Mio. € (VJ: 10,72 Mio. €) daher nur leicht unterhalb des Vorjahreswertes. Erwähnenswert ist zudem die im Nachgang der Rückführung der hochverzinsten 7,25%-Unternehmensanleihe weiterhin deutlich positive Entwicklung der Finanzaufwendungen, wodurch das Nachsteuerergebnis um 20,1 % auf 2,44 Mio. € (VJ: 2,03 Mio. €) zugelegt hat.
- Ausgehend von der in unseren Augen positiven Entwicklung der Halbjahreszahlen 2017 sowie der insbesondere im zweiten Quartal erreichten hohen Dynamik, haben wir unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen für 2017 und 2018 jeweils leicht nach oben hin angepasst. Damit erachten wir auch die von der Gesellschaft kommunizierte Unternehmensguidance als etwas zu konservativ bzw. zu vorsichtig formuliert.
- Im Rahmen unseres aktualisierten DCF-Modells haben wir einen fairen Wert von 4,70 € (bisher: 4,30 €) je Aktie ermittelt. Die leichte Kurszielanhebung resultiert dabei sowohl aus der leichten Prognoseanhebung für die Geschäftsjahre 2017 und 2018 als auch aus dem so genannten „Roll-Over-Effekt“. Dabei haben wir das aktualisierte Kursziel auf Basis Geschäftsjahresende 2018 berechnet (bisher: 2017), woraus sich typischerweise eine technische Kurszielanhebung ergibt. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs in Höhe von 3,95 € ergibt sich ein Kurspotenzial in Höhe von ca. 20 % und daher vergeben wir weiterhin das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

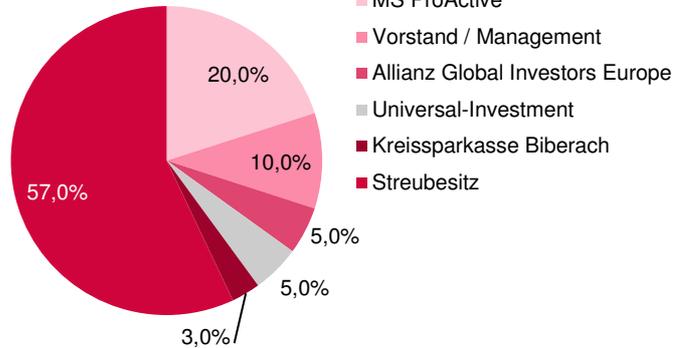
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Konsolidierungskreis .....	4
Wichtige Referenzkunden .....	4
<b>Geschäftsentwicklung 1.HJ 2017 .....</b>	<b>5</b>
Umsatzentwicklung 1.HJ 2017 .....	5
Ergebnisentwicklung 1.HJ 2017 .....	6
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2017 .....	7
<b>Prognose und Bewertung .....</b>	<b>9</b>
Umsatzprognosen 2017 - 2018 .....	9
Ergebnisprognosen 2017-2018 .....	10
Bewertung .....	11
Modellannahmen .....	11
Bestimmung der Kapitalkosten .....	11
Bewertungsergebnis .....	11
DCF-Modell .....	12
<b>Anhang .....</b>	<b>13</b>

## UNTERNEHMEN

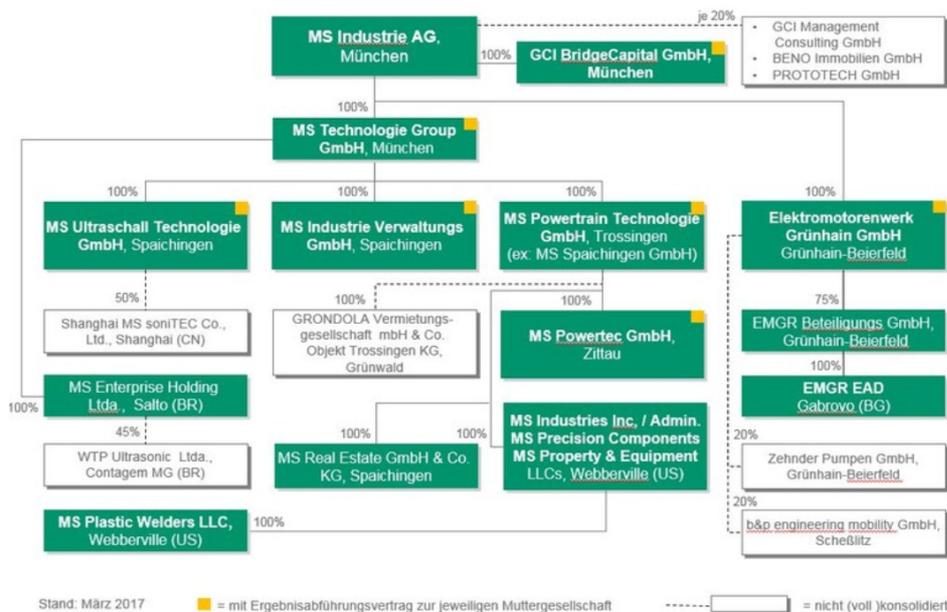
### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
MS ProActive	20,0%
Vorstand / Management	10,0%
Allianz Global Investors Europe	5,0%
Universal-Investment	5,0%
Kreissparkasse Biberach	3,0%
Streubesitz	57,0%

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG



### Konsolidierungskreis



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

### Wichtige Referenzkunden



## GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2017

In Mio. €	1.HJ 2015	1.HJ 2016	1.HJ 2017
Umsatzerlöse	128,34	128,58	123,94
EBITDA (EBITDA-Marge)	11,01 (8,6%)	10,72 (8,3%)	10,51 (8,5%)
EBIT (EBIT-Marge)	5,38 (4,2%)	4,54 (3,5%)	3,94 (3,2%)
Periodenergebnis	2,48	2,03	2,44

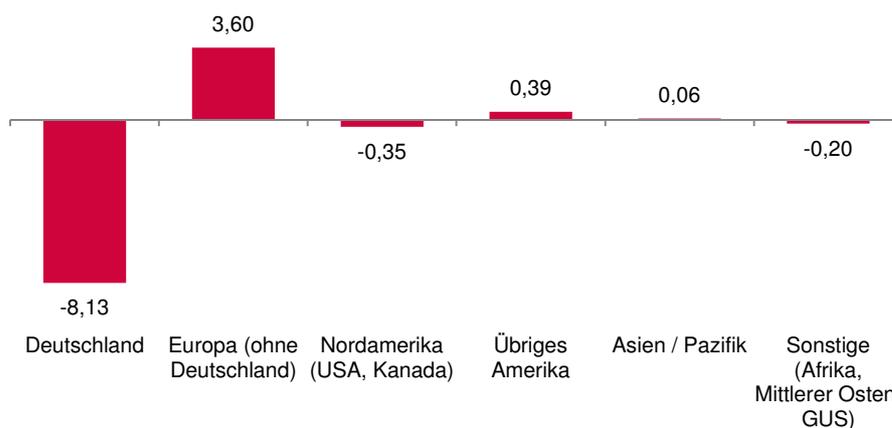
Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung 1.HJ 2017

Erwartungsgemäß weist die MS-Gruppe im ersten Halbjahr 2017 eine gegenüber dem Vorjahr um -3,6 % auf 123,94 Mio. € (VJ: 128,58 Mio. €) noch leicht rückläufige Umsatzentwicklung auf. Nachdem im ersten Quartal 2017 noch ein Umsatzrückgang in Höhe von -6,1 % ausgewiesen wurde, werden auf Halbjahresbasis erste leichte Aufholeffekte sichtbar.

Besonders positiv ist an dieser Stelle die Umsatzentwicklung der in Nordamerika tätigen MS-Gesellschaften zu erwähnen. Nachdem die Berichtsregion USA/Kanada noch in den Vorquartalen von einem deutlichen Einbruch der Absatzzahlen betroffen war, zeichneten sich insbesondere im zweiten Quartal 2017 deutliche Erholungstendenzen ab. Während noch im ersten Quartal 2017 in Nordamerika Umsatzerlöse in Höhe von rund 16,0 Mio. € (Q1/16: 24,5 Mio. €) erzielt wurden, legten diese im zweiten Quartal 2017 signifikant auf 27,8 Mio. € (Q2/16: 19,6 Mio. €) zu. Auf Halbjahresbasis lagen die Umsätze in dieser Region damit mit 43,78 Mio. € (VJ: 44,13 Mio. €) wieder in etwa auf Vorjahresniveau. Diese Entwicklung deckt sich mit der allgemeinen Nachfrageentwicklung nach LKW (Class 5-8) in den USA, welche im zweiten Quartal um 37 % über dem Vorjahreswert lag. Als Lieferant kompletter Ventiltrieb-Systeme für schwere Dieselmotoren, hängt die MS Industrie-Gruppe über das Segment Power Technology Group (PTG) stark von der Nachfrageentwicklung nach schweren LKW ab.

### Absolute Umsatzveränderung im 1.HJ 2017 ggü. 1.HJ 2016 (in Mio. €)



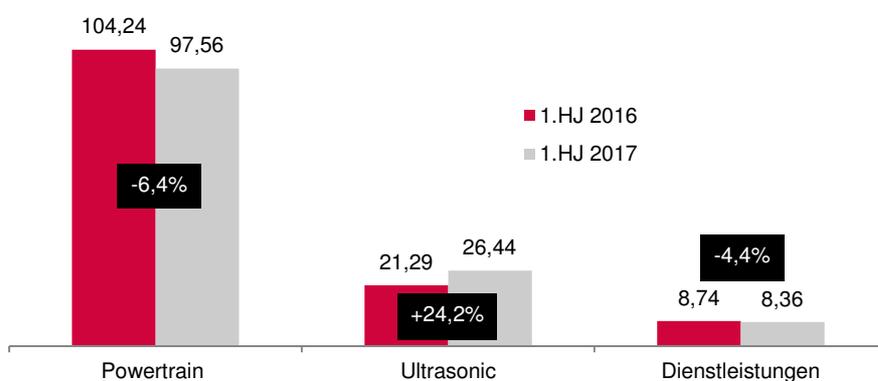
Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Nachdem die zwischenzeitliche Umsatzschwäche in Nordamerika ausgeglichen wurde, präsentierten die deutschen Gesellschaften im ersten Halbjahr 2017 überraschend einen absoluten Umsatzrückgang in Höhe von -8,13 Mio. € auf 61,73 Mio. € (VJ: 69,86 Mio. €). Dies ist in erster Linie der herausragenden Entwicklung des vergangenen Geschäftsjahres geschuldet, als sich die deutschen Gesellschaften mit einem Umsatzwachstum in

Höhe von 12,7 % besonders dynamisch entwickelt hatten. Zusätzlich zu diesem Basisefekt waren die deutschen Gesellschaften von leicht rückläufigen Abrufzahlen betroffen.

Da der Umsatzrückgang in Deutschland in erster Linie dem Segment Powertrain zuzuordnen ist, hatte dies eine entsprechende regionenübergreifende rückläufige Umsatzentwicklung in diesem Segment in Höhe von -9,0 % auf 97,56 Mio. € (VJ: 107,24 Mio. €) nach sich gezogen. Im laufenden Geschäftsjahr wurde die Segmentberichterstattung auf die internen Berichtssegmente Powertrain und Ultrasonic erstmalig umgestellt. Im deutlich kleineren Ultrasonic-Segment, in dem Ultraschall-Systeme, -Sondermaschinen und -Serienmaschinen angeboten werden, kletterten hingegen die Umsätze auf 26,44 Mio. € (VJ: 21,29 Mio. €).

### Segmentbezogene Umsatzentwicklung (in Mio. €)

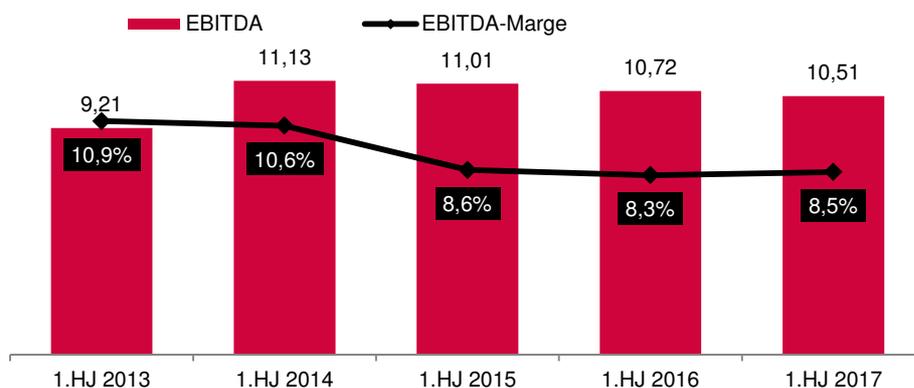


Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

### Ergebnisentwicklung 1.HJ 2017

Die dargestellte rückläufige Umsatzentwicklung der etwas margenschwächeren Powertrain-Umsätze bei gleichzeitig ausgebauten Umsätzen des margenstärkeren Ultrasonic-Bereiches hatte einen leichten Anstieg der Rohertragsmarge auf 47,4 % (VJ: 46,9 %) zur Folge. Zusammen mit den rückläufigen sonstigen betrieblichen Aufwendungen (Wegfall der mit dem Umzug in Verbindung stehenden Aufwendungen) konnte damit sogar der aus der gestiegenen Mitarbeiterzahl höhere Personalaufwand aufgefangen werden, so dass die EBITDA-Marge leicht auf 8,5 % (VJ: 8,3 %) zulegen konnte. Absolut betrachtet lag das EBITDA, ausgehend vom niedrigeren Umsatzniveau, mit 10,51 Mio. € (VJ: 10,72 Mio. €) daher nur leicht unterhalb des Vorjahreswertes:

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

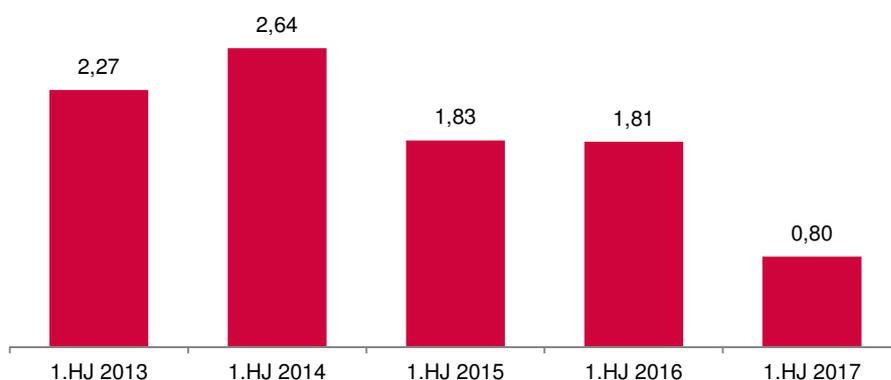


Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Werden die aus Anlagenzugängen im Vorjahresvergleich höheren Abschreibungen in Höhe von 6,58 Mio. € (VJ: 6,18 Mio. €) berücksichtigt, dann ergibt sich beim EBIT ein im Vergleich zum Umsatz überproportionaler Rückgang auf 3,94 Mio. € (VJ: 4,54 Mio. €). Die dazugehörige EBIT-Marge minderte sich dementsprechend auf 3,2 % (VJ: 3,5 %).

Hervorzuheben ist zudem die deutlich positive Entwicklung bei den Finanzaufwendungen, welche sich infolge der im Vorjahr planmäßig zurückgeführten 23,0 Mio. €-Unternehmensanleihe der MS Spaichingen GmbH (Kupon: 7,25 %) auf 0,80 Mio. € (VJ: 1,81 Mio. €) weiter signifikant reduziert haben. Der MS-Konzern hatte zur Refinanzierung der Anleihe deutlich zinsgünstigere Bankkredite, mit einem Zinssatz unterhalb von 2,0 %, vereinbart.

### Finanzaufwendungen (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Dementsprechend war die MS Industrie AG in der Lage, auf Ebene des Nachsteuerergebnisses eine positive Entwicklung vorzuweisen. Das Periodenergebnis verbesserte sich um 20,1 % auf 2,44 Mio. € (VJ: 2,03 Mio. €).

### Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2017

in Mio. €	31.12.2015	31.12.2016	30.06.2017
Eigenkapital	47,21	51,79	52,30
EK-Quote (in %)	31,6%	33,7%	32,3%
Operatives Anlagevermögen	62,53	67,95	66,00
Net Working Capital	29,32	35,90	44,94
Cashflow (operativ)	22,23	7,07	0,01
Cashflow (Investition)	-19,53	-7,45	-2,76
Cashflow (Finanzierung)	-3,84	-0,44	-3,54

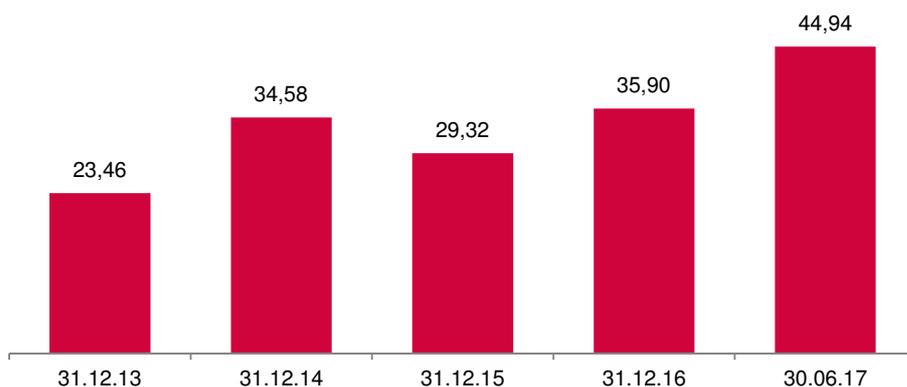
Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Die MS Industrie AG hat die in den vergangenen Berichtsperioden eingeleiteten Maßnahmen, als Grundlage für das erwartete künftige Wachstum, mittlerweile erfolgreich abgeschlossen. Hierzu gehört beispielsweise der im vergangenen Geschäftsjahr final erfolgte Umzug des Powertrain-Segments an den neuen Produktionsstandort in Trossingen, welcher mit Investitionen in Höhe von insgesamt rund 12,3 Mio. € einhergegangen war. Die Phase hoher Investitionen dürfte damit abgeschlossen sein, was sich, abschreibungsbedingt, gegenüber dem Geschäftsjahresende 31.12.2016 in einem leichten Rückgang des operativen Anlagevermögens wiederfindet. Darüber hinaus lag im ersten Halbjahr 2017 der Investitionscashflow mit -2,76 Mio. € auf vergleichsweise niedrigem Niveau.

Analog zum Umzug an den neuen Standort hatte die MS Industrie AG bereits im Vorjahr wichtige Finanzierungsmaßnahmen abgeschlossen. Hierzu gehört insbesondere die Refinanzierung der mit einem Kupon in Höhe von 7,25 % ausgestatteten Unternehmensanleihe, mit einem Volumen in Höhe von 23,0 Mio. €. Die hierfür vereinbarten neuen Bankkredite weisen mit einer Verzinsung < 2,0 % deutlich günstigere Konditionen auf. Zum Bilanzstichtag 30.06.2017 hat der MS-Konzern Bankkredite in Höhe von 50,51 Mio. € (31.12.16: 46,60 Mio. €) in Anspruch genommen. Wie aufgezeigt, haben sich die Finanzaufwendungen aufgrund der Zinssatzreduktion dennoch deutlich gemindert.

Zum 30.06.2017 verfügt die MS-Gruppe über einen Bestand an liquiden Mitteln in Höhe von 2,28 Mio. € (31.12.16: 4,14 Mio. €), wobei zusätzliche Kontokorrentkreditlinien in Höhe von 12,8 Mio. € zur Verfügung stehen. Die rückläufige Entwicklung der liquiden Mittel ist in erster Linie auf einen nur leicht positiven operativen Cashflow in Höhe von 0,01 Mio. € zurückzuführen, welcher nicht zur Deckung der Liquiditätsabflüsse aus dem Investitionsbereich (-2,76 Mio. €) sowie aus dem Finanzierungsbereich (-3,54 Mio. €) ausgereicht hat. Der im Vergleich zur Ergebnisentwicklung niedrigere operative Cashflow ist in erster Linie eine Folge des stichtagsbedingten liquiditätswirksamen Anstiegs beim Working Capital auf 44,94 Mio. € (31.12.16: 35,90 Mio. €).

#### Working Capital (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Sobald sich dieser Wert wieder in Folge der erwarteten stichtagsbedingten Reduktion von Forderungen aus Lieferungen und Leistungen mindern sollte, wird sich dies positiv auf die Liquiditätslage des MS-Konzerns auswirken.

## PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 17e (alt)	GJ 17e (neu)	GJ 18e (alt)	GJ 18e (neu)
Umsatzerlöse	237,50	241,06	251,75	260,35	266,85
EBITDA	18,73	18,88	19,80	20,55	21,34
EBITDA-Marge	7,9%	7,8%	7,9%	7,9%	8,0%
JÜ	4,46	4,46	4,84	5,89	6,31

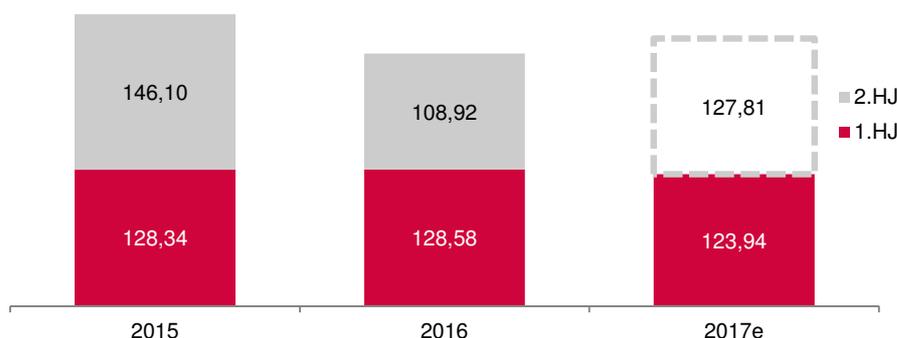
Quelle: GBC AG

### Umsatzprognosen 2017 - 2018

Mit Veröffentlichung der Halbjahreszahlen 2017 hat die MS Industrie AG die im Rahmen des Geschäftsberichtes 2016 und des ersten Quartals 2017 veröffentlichten Prognosen bestätigt. Unverändert wird damit ein Umsatzniveau in Höhe von 240 Mio. € sowie eine weitestgehend konstante Entwicklung des EBITDA und beim Nachsteuerergebnis erwartet. Die operativen Kennzahlen haben sich zwar auf Halbjahresbasis im Rahmen der Erwartungen entwickelt, jedoch in der isolierten Betrachtung des zweiten Quartals wird eine hohe Umsatz- und Ergebnisdynamik sichtbar. Im Verlauf der ersten sechs Monate 2017 legten die Umsätze von 58,5 Mio. € (Q1 17) auf 65,4 Mio. € (Q2 17) sowie das EBITDA von 3,7 Mio. € (Q1 17) auf 6,8 Mio. € (Q2 17) jeweils deutlich zu.

Ausgehend von dieser Dynamik erachten wir die von der Gesellschaft erneut bestätigte Prognose als etwas zu konservativ. Alleine aus der bereits im zweiten Quartal 2017 eingesetzten Markterholung in Nordamerika, sollte die Gesellschaft im zweiten Halbjahr 2017 in der Lage sein, im umsatzstärkeren PTG-Bereich, Umsatzzuwächse auszuweisen. Die Nachfrageentwicklung nach LKW lag dabei in den USA im zweiten Quartal 2017 um 37 % signifikant oberhalb des Vorjahreswertes. Typischerweise ist von einem 6-monatigen Zeitversatz auszugehen, wodurch sich eine gute Grundlage für die Nachfrageentwicklung der kommenden Quartale ergibt. Darüber hinaus weist der europäische Nutzfahrzeugmarkt weiterhin einen Nachfrageanstieg aus (1.HJ 17: +2,2 %). Hiervon ausgehend passen wir unsere Gesamtjahresprognose auf 251,75 Mio. € (bisher: 241,06 Mio. €) nach oben hin an und zudem heben wir von der höheren Basis aus auch die 2018er Umsatzprognosen auf 266,85 Mio. € (bisher: 260,35 Mio. €) leicht an.

### Angepasste Umsatzprognose (in Mio. €)



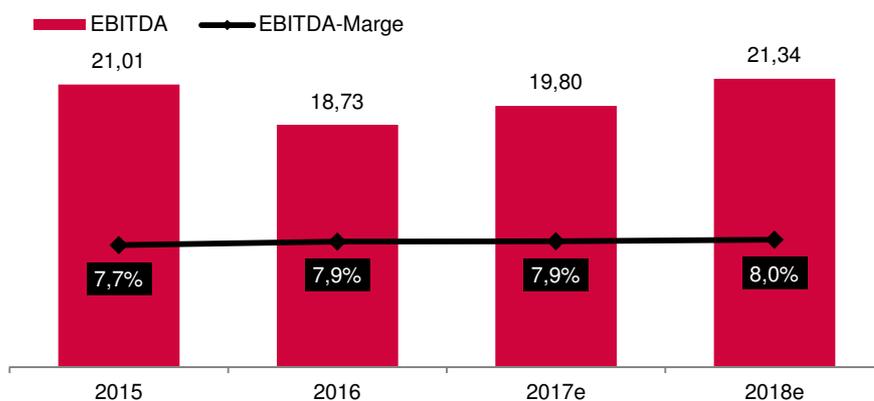
Quelle: GBC AG

Parallel zu den nun positiveren Aussichten im Powertrain-Segment weist das Ultrasonic-Segment bereits hohe Umsatzwachstumsraten (1.HJ 2017: +24,2 %) auf. In diesem Segment wurden in den vergangenen Geschäftsjahren neue Produkte nach „Industrie 4.0“-Standard eingeführt. Auch profitiert die Gesellschaft hier vom Trend zu mehr PKW-Modellen und einem höheren Kunststoffanteil im PKW.

## Ergebnisprognosen 2017-2018

Analog zu den Umsatzprognosen erachten wir die im Rahmen der Unternehmensguidance erwartete konstante Entwicklung des EBITDA als zu konservativ. Unter Berücksichtigung der hohen Aufholeffekte im Powertrain-Segment in den USA und der daraus resultierenden erwarteten höheren Umsatzerlöse im zweiten Halbjahr 2017, sollte der MS-Konzern in der Lage sein, zumindest ein leichtes EBITDA-Wachstum auf 19,80 Mio. € (bisherige Prognose: 18,88 Mio. €) zu erreichen. Bei einer nahezu unveränderten EBITDA-Marge haben wir auch die Prognose für das kommende Geschäftsjahr an die höhere Umsatzprognose angepasst und rechnen nun mit einem EBITDA in Höhe von 21,34 Mio. € (bisherige Prognose: 20,55 Mio. €).

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



Quelle: GBC AG

Darüber hinaus haben wir die erfolgte planmäßige Rückzahlung der mit einem vergleichsweise hohen Kupon in Höhe von 7,25 % ausgestatteten Unternehmensanleihe berücksichtigt. Zur Rückzahlung der Anleihe wurden zinsgünstige Darlehen (Zinssatz < 2,0 %) aufgenommen, was weiterhin einen Rückgang bei den Zinsaufwendungen nach sich ziehen wird.

Im Gegenzug werden sich die Steueraufwendungen im laufenden Geschäftsjahr 2017, nach den erfolgten Steuerrückerstattungen in 2016, wieder normalisieren. Dennoch rechnen wir sowohl für das laufende aber insbesondere für das kommende Geschäftsjahr 2018 mit einer überproportionalen Entwicklung des Nachsteuerergebnisses.

## Bewertung

### *Modellannahmen*

Die MS Industrie AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2017 und 2018 in Phase 1, erfolgt von 2019 bis 2024 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 3,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 10,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 28,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

### *Bestimmung der Kapitalkosten*

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der MS Industrie AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,25 % (bisher: 1,25 %).**

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,46.

Unter Verwendung der getroffenen Annahmen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten in Höhe von 9,26 % (bisher: 9,26 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 85,0 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,21 % (bisher 8,21 %).

### *Bewertungsergebnis*

Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir einen fairen Wert von 4,70 € (bisher: 4,30 €) je Aktie ermittelt. Die leichte Kurszielanhebung resultiert dabei sowohl aus der leichten Prognoseanhebung für die Geschäftsjahre 2017 und 2018 als auch aus dem so genannten „Roll-Over-Effekt“. Dabei haben wir das aktualisierte Kursziel auf das Geschäftsjahresende 2018 berechnet (bisher: 2017), woraus sich typischerweise eine technische Kurszielanhebung ergibt.

## DCF-Modell

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

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	10,0%	ewige EBITA - Marge	6,4%
AFA zu operativen Anlagevermögen	17,4%	effektive Steuerquote im Endwert	28,0%
Working Capital zu Umsatz	13,5%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	251,75	266,85	274,86	283,11	291,60	300,35	309,36	318,64	
US Veränderung	6,0%	6,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	3,57	4,11	4,54	4,54	4,54	4,54	4,54	4,54	
EBITDA	19,80	21,34	27,49	28,31	29,16	30,03	30,94	31,86	
EBITDA-Marge	7,9%	8,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
EBITA	7,45	10,02	16,16	17,77	18,30	18,85	19,42	20,00	
EBITA-Marge	3,0%	3,8%	5,9%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,4%
Steuern auf EBITA	-1,49	-2,80	-4,53	-4,98	-5,13	-5,28	-5,44	-5,60	
zu EBITA	20,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
EBI (NOPLAT)	5,96	7,21	11,64	12,80	13,18	13,57	13,98	14,40	
Kapitalrendite	5,4%	6,7%	11,5%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,2%
Working Capital (WC)	38,00	36,00	37,08	38,19	39,34	40,52	41,73	42,98	
WC zu Umsatz	15,1%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	
Investitionen in WC	-2,10	2,00	-1,08	-1,11	-1,15	-1,18	-1,22	-1,25	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	70,44	65,00	60,50	62,32	64,18	66,11	68,09	70,14	
AFA auf OAV	-12,35	-11,32	-11,32	-10,54	-10,86	-11,18	-11,52	-11,86	
AFA zu OAV	17,5%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	
Investitionen in OAV	-7,70	-5,88	-6,82	-12,35	-12,72	-13,11	-13,50	-13,90	
Investiertes Kapital	108,44	101,00	97,58	100,51	103,52	106,63	109,83	113,12	
EBITDA	19,80	21,34	27,49	28,31	29,16	30,03	30,94	31,86	
Steuern auf EBITA	-1,49	-2,80	-4,53	-4,98	-5,13	-5,28	-5,44	-5,60	
Investitionen gesamt	-9,80	-3,88	-7,90	-13,47	-13,87	-14,29	-14,72	-15,16	
Investitionen in OAV	-7,70	-5,88	-6,82	-12,35	-12,72	-13,11	-13,50	-13,90	
Investitionen in WC	-2,10	2,00	-1,08	-1,11	-1,15	-1,18	-1,22	-1,25	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	8,51	14,65	15,06	9,87	10,16	10,47	10,78	11,11	203,53

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	178,90	178,94
Barwert expliziter FCFs	61,76	52,18
Barwert des Continuing Value	117,14	126,76
Nettoschulden (Net debt)	52,09	38,69
Wert des Eigenkapitals	126,81	140,25
Fremde Gewinnanteile	0,09	0,09
Wert des Aktienkapitals	126,90	140,35
Ausstehende Aktien in Mio.	29,89	29,89
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,25	<b>4,70</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,46
Eigenkapitalkosten	9,3%
Zielgewichtung	85,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
Zielgewichtung	15,0%
Taxshield	25,0%
WACC	<b>8,2%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	7,6%	7,9%	8,2%	8,5%	8,8%
12,7%	5,09	4,78	4,51	4,26	4,03
12,9%	5,20	4,88	4,60	4,34	4,11
13,2%	5,31	4,99	<b>4,70</b>	4,43	4,20
13,4%	5,42	5,09	4,79	4,52	4,28
13,7%	5,52	5,19	4,88	4,61	4,36

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §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 Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

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

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

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

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

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

**§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §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: (4,5a,11)**

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

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem 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) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Kristina Bauer, Email: bauer@gbc-ag.de.

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

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst**  
**Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst**

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

**Jörg Grunwald, Vorstand**

**§ 3 Urheberrechte**

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

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg  
Tel.: 0821/24 11 33-0  
Fax.: 0821/24 11 33-30  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

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



**GBC AG<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)