



## **Researchstudie (Anno)**

### **MS Industrie AG**



**Neue Rekordwerte bei Umsatz und Ergebnis erreicht,  
Verkauf Powertrain-USA ist ein nachvollziehbarer und  
wertschöpfender Schritt**

**Kursziel: 6,00 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 19

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

## MS Industrie AG<sup>\*5a,7,11</sup>

**Rating: KAUFEN**  
**Kursziel: 6,00 EUR**  
**(bisher: 6,00 EUR)**

Aktueller Kurs: 3,19  
06.05.2019 XETRA / 09:02 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE0005855183  
WKN: 585518  
Börsenkürzel: MSAG

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 30,00  
Marketcap<sup>3</sup>: 95,70  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 169,22  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 60,0 %

Transparenzlevel:  
General Standard

Marktsegment:  
Regulierter Markt

Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:  
Oddo Seydler Bank AG  
Hauck & Aufhäuser

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger  
greiffenberger@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 20

### Unternehmensprofil

Branche: Industrie

Fokus: Motoren- und Antriebstechnik, Ultraschalltechnik und Elektromotoren

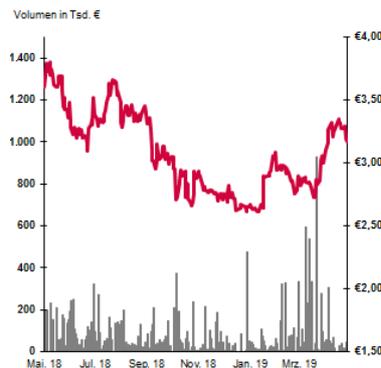
Mitarbeiter: 1.345 (31.12.2018)

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, erfolgte im Jahr 2001 der 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	31.12.2018	31.12.2019e	31.12.2020e	31.12.2021e
Umsatz	282,75	234,00	227,82	239,21
EBITDA	22,78	38,49	25,27	27,27
EBIT	10,76	25,59	12,52	14,75
Jahresüberschuss	7,11	16,54	7,20	8,77

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,24	0,55	0,24	0,29
Dividende je Aktie	0,03	0,09	0,09	0,04

### Kennzahlen

EV/Umsatz	0,60	0,72	0,74	0,71
EV/EBITDA	7,43	4,40	6,70	6,21
EV/EBIT	15,72	6,61	13,52	11,48
KGV	13,47	5,54	13,29	10,92
KBV	1,47			

### Finanztermine

Mai 2019: Q1-Bericht 2019  
08.05.19: MKK München  
Juni 2019: Hauptversammlung  
August 2019: HJ-Bericht 2019  
November 2019: Q3-Bericht 2019

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
15.04.2019: RS / 6,00 / KAUFEN  
23.11.2018: RS / 5,60 / KAUFEN  
08.06.2018: RS / 5,70 / KAUFEN  
08.12.2017: RS / 5,20 / KAUFEN  
28.08.2017: RS / 4,70 / 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

- Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 hat die MS Industrie AG sowohl auf Umsatzebene als auch auf Ergebnisebene neue Rekordwerte erreicht. Die im Vorfeld erwarteten Umsatzerlöse in Höhe von 270 Mio. € wurden dabei mit einem Umsatzplus in Höhe von 12,8 % auf 282,75 Mio. € (VJ: 250,62 Mio. €) deutlich übertroffen. Besonders starke Umsatzzuwächse steuerte das Powertrain-Segment bei, in dem die MS Industrie AG in erster Linie als Lieferant kompletter Ventiltrieb-Systeme für schwere Dieselmotoren in Nutzfahrzeugen tätig ist. Aufgrund der sehr positiven Entwicklung bei den LKW-Neuzulassungen erzielte die Gesellschaft sowohl in Europa (+12,1 %) aber insbesondere in den USA (+23,4 %) erhebliche Umsatzzuwächse. Auch im Ultrasonic-Segment, dem zweiten wichtigen Unternehmensbereich der MS Industrie-Gruppe, wurde ein dynamisches Wachstum in Höhe von 12,9 % auf 60,48 Mio. € (VJ: 53,56 Mio. €) erreicht. Hier dürfte es sich dabei vornehmlich um Sondermaschinen-Umsätze handeln, wohingegen die in 2016 eingeführten Serienmaschinen zum künftigen Umsatzwachstum beitragen sollten.
- Das hohe Umsatzwachstum wurde von einem überproportionalen EBIT-Anstieg in Höhe von 20,0 % auf 10,76 Mio. € (VJ: 8,97 Mio. €) begleitet. Damit ist die vom Vorstand im Vorfeld erwartete deutliche Verbesserung des EBIT so eingetreten. Beim Nachsteuerergebnis wurde jedoch nur eine marginale Verbesserung erreicht, was auf höhere Finanzaufwendungen sowie dem Wegfall von Steuererträgen, die sich noch im Vorjahr aufwandsmindernd ausgewirkt hatten, zurückzuführen ist.
- Mitte April 2019 hat die MS Industrie AG den Verkauf der US-amerikanischen Aktivitäten im Powertrain-Segment vollzogen. Die dort ansässige Tochtergesellschaft wurde an die Gnutti Carlo-Gruppe veräußert, was als wichtiger Schritt für die geplante Risikominimierung zu verstehen ist. Der MS Industrie AG dürfte gemäß unseren Erkenntnissen in den nächsten drei Geschäftsjahren ein Barkaufpreis in Höhe von 27-36 Mio. € entrichtet werden. Darüber hinaus wurde die dem MS-Konzern zugehörige Betriebsimmobilie in den USA langfristig an den Erwerber vermietet. Schließlich umfasst diese Transaktion einen langfristigen Liefervertrag für Lagerböcke und Achsen, mit einem jährlichen Volumen von ca. 10 Mio. USD.
- Das GuV-Bild des MS-Konzerns wird sich alleine durch den Wegfall der Umsatzerlöse in Höhe von rund 80 Mio. € sowie der Ergebnisbeiträge (EBIT) in Höhe von 4,50 Mio. € deutlich verändert präsentieren. Zudem werden ergebniswirksame Erträge im Zusammenhang mit der Entkonsolidierung der US-amerikanischen Tochter in Höhe von ca. 17 Mio. € ausgewiesen. Weitere Veränderungen im Zusammenhang mit der erstmaligen Anwendung von IFRS 16 werden demgegenüber aber das EBIT in den kommenden Jahren um 1,05 Mio. € positiv beeinflussen. Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir mit Umsatzerlösen in Höhe von 234,00 Mio. € und einem Rückgang des um Sondereffekte (inkl. IFRS 16 – Effekte) bereinigten EBIT auf 7,54 Mio. €. Nachdem noch im kommenden Geschäftsjahr, aufgrund der ganzjährigen Auswirkung der weggefallenen Powertrain-Umsätze, ein weiterer Umsatzrückgang auf 227,82 Mio. € vorliegen dürfte, sollte das EBIT auch aufgrund des verbesserten Umsatzmix überproportional zulegen. Für 2021 rechnen wir mit einer um IFRS16-Effekte bereinigten EBIT-Marge in Höhe von 5,7 %, bei steigenden Umsätzen.
- Im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 6,00 € je Aktie ermittelt und bestätigen damit das bisherige Kursziel. Zwar gehen wir nun gegenüber unserer bisherigen Researchstudie von einem niedrigeren EBIT in 2019 und 2020 aus, der niedrigere risikolose Zinssatz und damit das niedrigere WACC kompensieren diesen Effekt vollständig. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

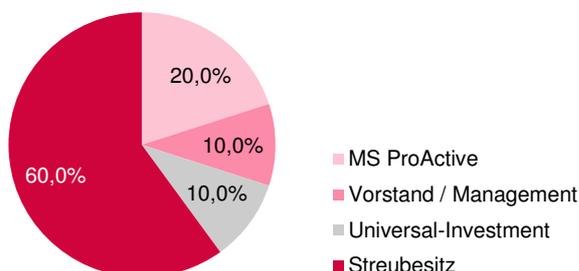
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Produkte .....	5
MS Powertrain-Gruppe.....	5
MS Ultrasonic-Gruppe.....	5
Referenzkunden.....	5
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>6</b>
Marktdaten Powertrain-Segment .....	6
Marktdaten Ultraschall-Segment.....	7
<b>Unternehmensentwicklung.....</b>	<b>8</b>
Kennzahlen im Überblick .....	8
Geschäftsentwicklung 2018 .....	9
Umsatzentwicklung 2018 .....	9
Ergebnisentwicklung 2018 .....	10
Bilanzielle und finanzielle Situation .....	12
<b>Prognose und Modellannahmen .....</b>	<b>14</b>
Umsatzprognosen 2019 - 2021 .....	14
Ergebnisprognosen 2019 - 2021 .....	15
Bewertung.....	17
Modellannahmen.....	17
Bestimmung der Kapitalkosten.....	17
Bewertungsergebnis.....	17
DCF-Modell.....	18
<b>Anhang .....</b>	<b>19</b>

## UNTERNEHMEN

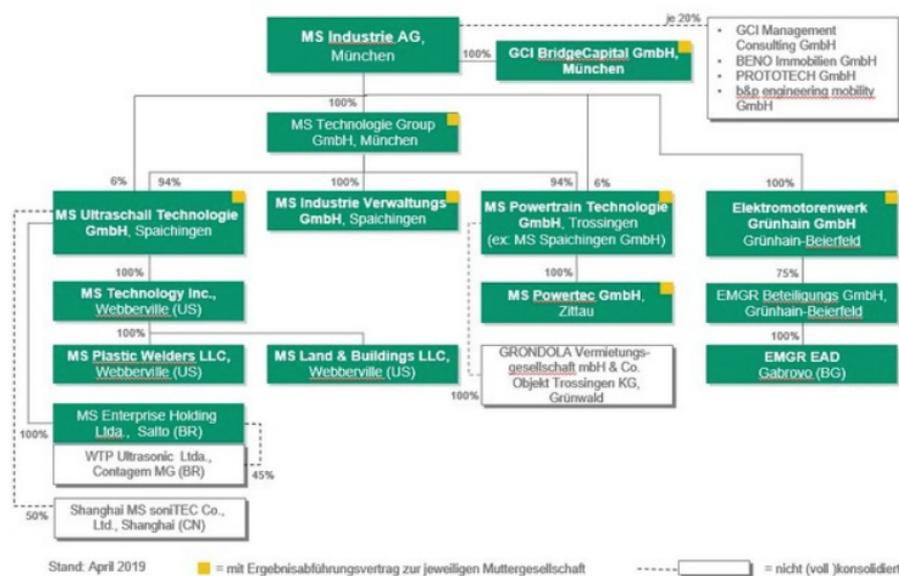
### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
MS ProActive	20%
Vorstand / Management	10%
Universal-Investment	10%
<b>Streubesitz</b>	<b>60%</b>

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG



### Konsolidierungskreis



Quelle: MS Industrie AG

Im März 2019 hat die MS Industrie AG den Verkauf des Powertrain-Bereiches in Nordamerika und damit den Verkauf der Tochtergesellschaft MS Industries Inc. bekanntgegeben. Die in Webberville (Michigan) ansässige US-amerikanische Tochtergesellschaft wird an die Gnutti Carlo-Gruppe veräußert. Allerdings wurden gemäß Unternehmensangaben vorher noch die in 2019 erworbene Betriebsimmobilie sowie das Ultraschallgeschäft (UTG) in Nordamerika aus der US-amerikanischen Tochter herausgelöst. Es ist dabei geplant, zunächst einen Teil der Betriebsimmobilie für die Fortsetzung des UTG-Segmentes zu nutzen sowie die nicht notwendigen Flächen langfristig an den Erwerber Gnutti zu vermieten.

Unserem Verständnis nach umfasst diese Transaktion drei Komponenten. Als Barkomponente wird im laufenden Geschäftsjahr sowie in den kommenden drei Geschäftsjahren, gemäß unseren Erkenntnissen, ein Kaufpreis in Höhe von 27 – 36 Mio. € entrichtet. Als zweite Komponente ist die langfristige Vermietung der Betriebsimmobilie in Webberville zu sehen, wodurch zumindest für die kommenden 10 Jahre stetige Mieteinnahmen erwirtschaftet werden. Schließlich wird der aktuell bestehende Liefervertrag (ca. 10 Mio. USD p.a.) für Lagerböcke aus Deutschland heraus langfristig fortgesetzt. Diese Transaktion enthält folglich auch eine strategische Komponente, wodurch die beiden Wettbewerber im Powertrainbereich in einer stärkeren wechselseitigen Beziehung zueinander treten.

## Produkte

Der größte Geschäftsbereich **Industriebeteiligungen** unterteilt sich in die beiden Untersegmente MS Powertrain-Gruppe und MS Ultrasonic-Gruppe:

### **MS Powertrain-Gruppe**

Hier tritt der MS-Konzern nur noch in Europa als Lieferant kompletter Automotive-Systeme auf, welche vornehmlich für schwere Dieselmotoren, in Nutzfahrzeugen oder auch in Offroad-Anwendungen zum Einsatz kommen. Innerhalb der dezentral aufgestellten Fertigung wird dabei von der Produktion von Kleinserien bis hin zu Großserien eine hohe Bandbreite abgedeckt. Beispielprodukte sind Kipphebel, Motorbremssysteme oder Ventiltriebe. So fungiert beispielsweise die MS Industrie-Gruppe als Single-Source Supplier für den Ventiltrieb des „Daimler Weltmotors“ für schwere LKW. In diesem Bereich hat die Gesellschaft einen neuen renommierten LKW-Kunden für den Zeitraum ab 2021 gewinnen können, womit eine deutlich breitere Aufstellung der Kundenbasis erreicht wird.

Darüber hinaus ist die MS Industrie AG auch als Lieferant (häufig „Single Source“) von Automotive-Komponenten tätig. Neben der Bearbeitung und der Montage von Alu-Gehäusen (Nockenwellengehäuse, Getriebegehäuse, Fahrwerksteile) werden weitere Präzisions-Komponenten, wie etwa Ventilbrücken oder Achsen, bearbeitet und montiert.

Abgerundet wird das Produktspektrum innerhalb der MS Powertrain-Gruppe durch den Bereich E-Motoren, innerhalb dessen die Tochtergesellschaft Elektromotorenwerk Grünhain GmbH kundenspezifische Antriebe (Einphasen und Drehstrom) entwickelt und produziert. Die Antriebskomponenten werden in vielfältigen Industrieanwendungen eingesetzt wie etwa Pumpen, Transportbänder, Kompressoren, Torantriebe und Cargo E-Mobility Antriebe.

### **MS Ultrasonic-Gruppe**

In diesem Untersegment des Geschäftsbereiches Industriebeteiligungen bietet die Gesellschaft Ultraschall-Sondermaschinen, Ultraschall-Systeme oder Ultraschall-Komponenten und seit Herbst 2016 eigene Ultraschall-Serienmaschinen für die Automobilindustrie, Verpackungsindustrie, Medizintechnik oder für die Textilindustrie an und fungiert hier damit als Technologie-Lieferant. Typische Anwendungsbeispiele sind das Verschweißen, Stanzen, oder mechanische Verarbeiten diverser Kfz-Teile wie Stoßfänger, Instrumententafeln, Innenverkleidungen etc. Die Ultraschall-Schweißsysteme kommen beim Schweißen, Siegeln, Schneiden, Trennschweißen und Stanzen bei verschiedenen Branchen zum Einsatz.

## Referenzkunden



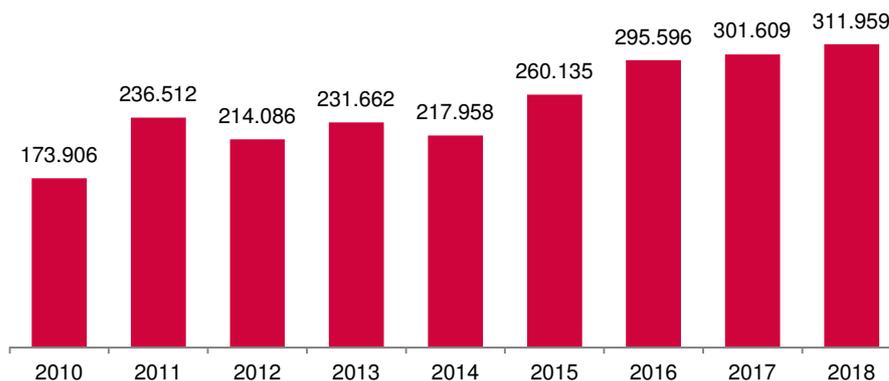
## MARKT UND MARKTUMFELD

Mit der Veräußerung des Powertrain-Geschäftes in den USA wird einerseits eine Veränderung im Umsatzmix, im Rahmen dessen dem Ultraschall-Segment künftig eine höhere Bedeutung zukommen wird, erreicht. Damit konzentriert sich die Geschäftstätigkeit im Powertrain-Segment nun auf Europa, weswegen wir in der nachfolgenden Marktbetrachtung den Nutzfahrzeugmarkt in Europa sowie die Marktpotenziale des Ultraschallsegments untersuchen.

### Marktdaten Powertrain-Segment

In 2018 haben sich die Neuzulassungen von schweren Nutzfahrzeugen (über 16 Tonnen) in Europa insgesamt weiterhin positiv entwickelt. Trotz einer rückläufigen Entwicklung in UK und in Spanien, wurde in der EU mit fast 312.000 neuen Zulassungen der Wert des Vorjahres um 3,4 % übertroffen. Ein besonders starker Anstieg wurde dabei in Frankreich (+9,1 %) und in Italien (+5,0 %) verzeichnet. In Deutschland erhöhten sich die Neuzulassungszahlungen um 3,1 % und die Dynamik lag damit in etwa auf EU-Niveau.

#### Neuzulassungen schwerer Nutzfahrzeuge in Europa



Quelle: ACEA (European Automobile Manufacturers Association); GBC AG

Der positive Trend des vergangenen Jahres scheint sich in 2019 sogar noch zu verstärken. In den ersten drei Monaten lagen die Neuzulassungszahlen dabei um 5,5 % über dem Vorjahreswert, insbesondere getrieben von UK und Deutschland, die jeweils über 16 % zulegten. Unserer Auffassung nach hängt die Nachfrage nach neuen LKW einerseits von der allgemeinen Konjunkturstimung, sowie andererseits von der tendenziell steigenden Transportleistung im Straßengüterverkehr ab. Darüber hinaus sollte das tendenziell steigende Alter der LKW-Flotten, verbunden mit steigenden Sicherheitsanforderungen sowie umweltbedingten Vorgaben, für eine unverändert hohe Investitionsbereitschaft sorgen.

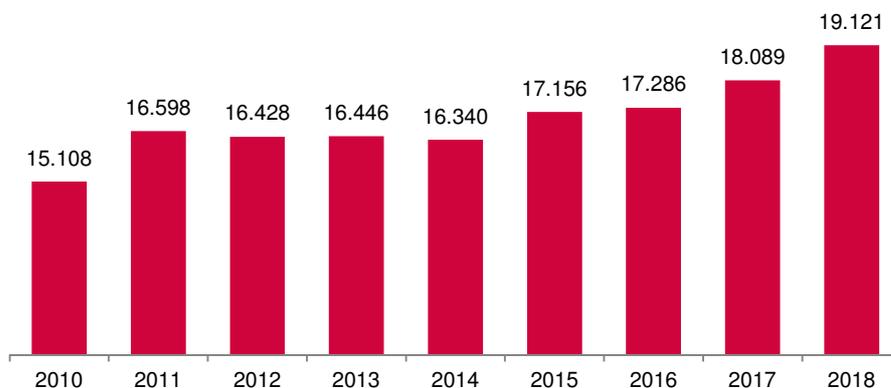
Dabei lag beispielsweise die von den deutschen Lastfahrzeugen transportierte Gütermenge in 2017 bei 3,16 Mrd. Tonnen, ein Plus in Höhe von 1,6 % gegenüber 2016. Gegenüber 2010 legte die Straßengütermenge dabei um nahezu 16 % erheblich zu. Vor diesem Hintergrund, verbunden mit einem weiter steigenden Fahrzeugalter (+1,2 % gegenüber 2017), sollte die Nachfrage nach neuen LKW auf hohem Niveau verbleiben.

## Marktdaten Ultraschall-Segment

Im Ultraschallsegment bietet die MS Industrie AG sowohl Sonder- als auch Serienmaschinen an, die für das Schweißen, Siegeln, Schneiden, Trennschweißen und Stanzen verschiedener Materialien eingesetzt werden können. Konkrete Marktdaten zur von der Gesellschaft angebotenen Ultraschall-Technologie liegen jedoch nicht vor. Vor allem aufgrund der Tatsache, wonach die MS-Technologie in verschiedenen Branchen, wie der Automobilindustrie, Verpackungsindustrie, Textilindustrie und auch in der Medizintechnik zum Einsatz kommt, lassen sich keine homogenen Marktdaten ableiten.

Die im Ultraschallsegment angebotene Technologie lässt sich aber unter dem Oberbegriff Füge-Techniken zusammenfassen. Dabei ist der Bereich Ultraschallschweißen zwar noch als eine Nischentechnologie innerhalb der Branche zu sehen, die jedoch überlegene Eigenschaften bei der Verbindung bestimmter Materialien aufweist. Sobald thermoplastische Materialien zusammengefügt werden sollen, wird beispielsweise die Ultraschalltechnologie bevorzugt, da diese einfacher, ökologischer und kostengünstiger eingesetzt werden kann. Insbesondere in der Verpackungsindustrie liegen dabei vielfältige Einsatzmöglichkeiten vor, vor allem vor dem Hintergrund, dass rund 44 % der Verpackungen aus Kunststoffen bestehen und damit, in bestimmten Temperaturbandbreiten, grundsätzlich für die Ultraschalltechnologie geeignet sind. Mit ihren Produkten ist die MS Industrie AG insgesamt Teil eines Verpackungsmarktes, welches in den vergangenen Jahren von dynamischen Wachstumsraten geprägt war. Zwischen 2010 und 2018 wuchs der Inlandsumsatz der Verpackungsindustrie um durchschnittlich 3,3 % auf 19,12 Mrd. €:

### Inlandsumsatz Verpackungsindustrie (in Mio. €)



Quelle: Statista; GBC AG

Der Ultraschallbereich der MS Industrie AG, insbesondere der Sondermaschinenbau, dürfte zudem von einem zunehmenden Einsatz von Kunststoffen in der Automobilindustrie profitieren. Vor dem Hintergrund der immer schärferen Emissions-Grenzwerte, sind beispielsweise die Automobilhersteller bestrebt, Gewichteinsparungen über den erhöhten Einsatz von Kunststoffen zu erzielen. Aber auch Innovationen, wie etwa die neuen Elektrofahrzeuge, setzen verstärkt auf diesen leichten Werkstoff. So besteht der BMW i3 zu etwa 40% aus Kunststoffen. Insgesamt 12 % aller in Deutschland verarbeiteten Kunststoffe werden in der Fahrzeugindustrie eingesetzt, Tendenz steigend.

## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019e	GJ 2020e	GJ 2021e
Umsatzerlöse	250,62	282,75	234,00	227,82	239,21
Bestandsveränderungen	2,57	4,50	0,50	0,50	0,50
Sonstige betriebliche Erträge	5,58	4,15	20,00	3,50	2,50
<b>Gesamtleistung</b>	<b>258,77</b>	<b>291,41</b>	<b>254,50</b>	<b>231,82</b>	<b>242,21</b>
Materialaufwand	-134,81	-155,08	-120,51	-117,56	-122,00
<b>Rohertrag</b>	<b>123,96</b>	<b>136,32</b>	<b>133,99</b>	<b>114,26</b>	<b>120,21</b>
Personalaufwand	-63,63	-71,08	-58,95	-55,24	-59,94
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-38,31	-42,46	-36,55	-33,76	-33,01
<b>EBITDA</b>	<b>22,03</b>	<b>22,78</b>	<b>38,49</b>	<b>25,26</b>	<b>27,27</b>
Abschreibungen	-13,06	-12,02	-12,90	-12,75	-12,52
<b>EBIT</b>	<b>8,97</b>	<b>10,76</b>	<b>25,59</b>	<b>12,51</b>	<b>14,75</b>
Finanzerträge	1,00	0,88	0,10	0,10	0,05
Finanzaufwendungen	-2,07	-2,40	-2,48	-2,38	-2,33
Ergebnis aus assoziierten Unternehmen	0,61	0,07	0,08	0,05	0,05
<b>EBT</b>	<b>8,51</b>	<b>9,31</b>	<b>23,30</b>	<b>10,29</b>	<b>12,52</b>
Ertragssteuern	-1,55	-2,16	-6,76	-3,09	-3,76
Minderheiten	0,06	-0,04	0,00	0,00	0,00
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>7,02</b>	<b>7,11</b>	<b>16,54</b>	<b>7,20</b>	<b>8,77</b>
<hr/>					
EBITDA	22,03	22,78	38,49	25,26	27,27
in % der Umsatzerlöse	8,8%	8,1%	16,4%	11,1%	11,4%
EBIT	8,97	10,76	25,59	12,51	14,75
in % der Umsatzerlöse	3,6%	3,8%	10,9%	5,5%	6,2%
Ergebnis je Aktie in €	0,23	0,24	0,55	0,24	0,29
Dividende je Aktie in €	0,03	0,03	0,09	0,09	0,04
Aktienzahl in Mio. Stück	29,89	30,00	30,00	30,00	30,00

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Hinweis: Die 2019er Schätzungen berücksichtigen den Wegfall der Umsatzerlöse des bereits veräußerten US-amerikanischen Powertrain-Segments. Im Zusammenhang mit dieser Transaktion wird die MS Industrie AG in 2019 Sondererträge in Höhe von rund 17,00 Mio. € ausweisen, welche eine deutliche Anhebung der sonstigen betrieblichen Erträge und nachfolgenden Ertragspositionen zur Folge haben wird.

Parallel zu der Berücksichtigung der Transaktion wird in 2019 erstmalig IFRS 16 zur Anwendung kommen. Neben der von der Gesellschaft kommunizierten Bilanzverlängerung in Höhe von rund 21 Mio. € wird das GuV-Bild unseren Berechnungen zur Folge folgendermaßen beeinträchtigt sein:

EBITDA: +3,45 Mio. €

EBIT: +1,05 Mio. €

EAT: +0,53 Mio. €

## Geschäftsentwicklung 2018

GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018
Umsatzerlöse	237,50	250,62	282,75
EBITDA (EBITDA-Marge)	18,73 (7,9%)	22,03 (8,8%)	22,78 (8,1%)
EBIT (EBIT-Marge)	6,30 (2,7%)	8,97 (3,6%)	10,76 (3,8%)
Jahresüberschuss	4,46	7,02	7,11
EPS in €	0,15	0,23	0,24

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

## Umsatzentwicklung 2018

Mit Veröffentlichung des Geschäftsberichtes für das Geschäftsjahr 2017 hatte das Management des MS-Konzerns für das abgelaufene Geschäftsjahr 2018 moderat steigende Umsätze in Höhe von 270 Mio. € in Aussicht gestellt. Aufgrund der unterjährig über den Erwartungen liegenden Umsatzentwicklung hatte die Gesellschaft nach den Q3-Zahlen 2018 die Umsatzprognose auf 280 Mio. € angehoben. Tatsächlich übertraf die MS Industrie AG mit einem Umsatzplus in Höhe von 12,8 % und damit Umsatzerlösen in Höhe von 282,75 Mio. € (VJ: 250,62 Mio. €) die ursprüngliche Guidance deutlich.

### Umsatzerlöse (in Mio. €)

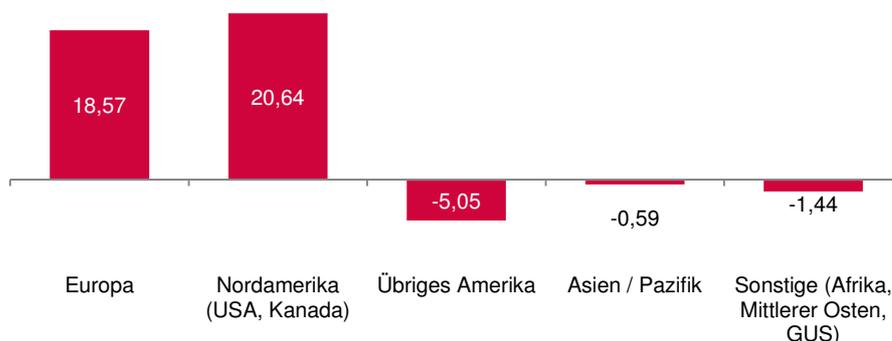


Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Bereits im zweiten Jahr in Folge leistete der US-Standort im Powertrain-Segment einen hohen Beitrag zur erreichten Umsatzdynamik. In 2018 legten die Umsätze in Nordamerika um 23,4 % auf 108,91 Mio. € (VJ: 88,27 Mio. €) weiter deutlich zu, nachdem in 2017 ein Umsatzwachstum in Höhe von 16,2 % erreicht wurde. Hier wird insbesondere eine Fortsetzung der Markterholung bei der Nachfrage nach schweren Nutzfahrzeugen ersichtlich. In 2018 kletterten die Verkäufe so genannter Class 8 – Trucks erheblich um 30,3 % auf über 250.000 Einheiten und markierten damit das zweitbeste Jahr der Geschichte.

Der Powertrain-Bereich profitierte aber auch in Europa (inklusive Deutschland) von einem Anstieg bei den Neuzulassungen von Nutzfahrzeugen, so dass in dieser Berichtsregion, von einem höheren Umsatzniveau ausgehend, ein Umsatzanstieg in Höhe von 12,1 % auf 171,60 Mio. € (VJ: 153,03 Mio. €) erreicht wurde. Auch hier ist die Rückkehr zum Umsatzwachstum, nachdem noch in der Vorjahresperiode marktbedingt ein leichter Umsatzrückgang vorlag, eindrucksvoll gelungen. In den übrigen Regionen, die vom Umsatzvolumen eine nur untergeordnete Bedeutung spielen, wurde, bis auf einen Umsatzrückgang im Südamerika, eine vergleichsweise konstante Umsatzentwicklung erreicht.

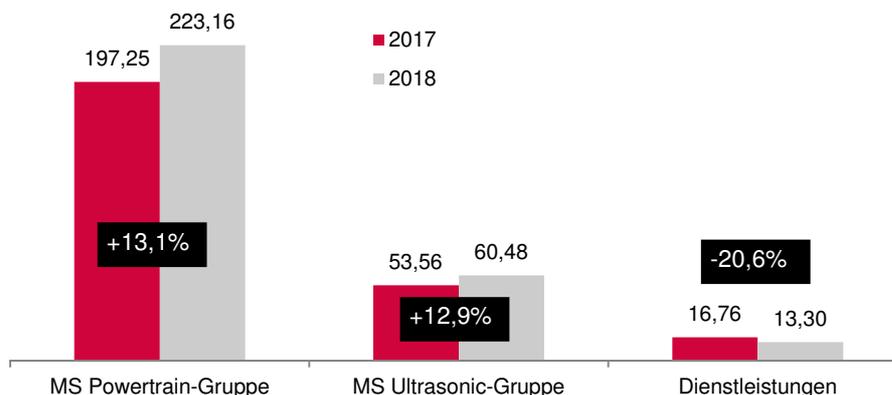
### Regionale Aufteilung der Umsatzveränderungen 2018 vs. 2017 (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Die MS Industrie AG hat dabei nicht nur von einer gestiegenen Nachfrage aus dem Bereich schwerer Nutzfahrzeuge profitiert. Das Ultraschallsegment trug, von einem niedrigeren Umsatzniveau kommend, auch zum Umsatzwachstum bei. Im Ultrasonic-Segment legten dabei die Umsätze um 12,9 % auf 60,48 Mio. € (VJ: 53,56 Mio. €) weiter dynamisch zu. Unserem Verständnis nach handelt es sich hierbei noch weitestgehend um Umsätze aus dem Bereich Sondermaschinenbau. Mit der Einführung der neuen Serienmaschinen, womit in 2018 noch niedrige Umsatzerlöse in Höhe von rund 2,0 Mio. € erzielt wurden, soll die Umsatzdynamik in den kommenden Geschäftsjahren weiter zunehmen. Im Powertrain-Bereich lag das Umsatzwachstum bei 13,1 %, was vor dem Hintergrund des hohen Umsatzniveaus dieses Segments umso beeindruckender ist. Die Umsatzerlöse in Höhe von 223,16 Mio. € (VJ: 197,25 Mio. €) werden sich aber mit dem Verkauf der US-amerikanischen Powertrain-Aktivitäten deutlich mindern.

### Segmentbezogene Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

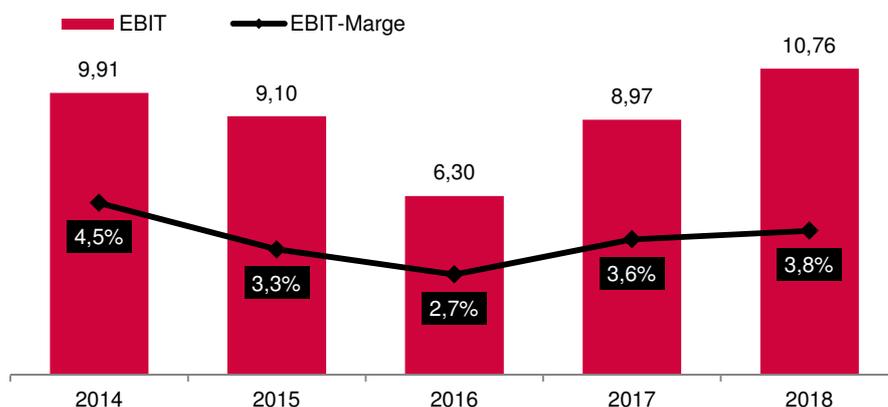
### Ergebnisentwicklung 2018

Auf Ergebnisebene hatte die Gesellschaft mit der Veröffentlichung des Geschäftsberichtes im Vorjahr die Guidance eines leicht steigenden EBITDA sowie eines deutlich verbesserten EBIT veröffentlicht. Trotz einer unterjährigen Guidance-Reduktion sehen wir die ursprüngliche Prognose als weitestgehend erfüllt an. Das EBITDA verbesserte sich dabei um 3,4 % auf 22,78 Mio. € (VJ: 22,03 Mio. €) und das EBIT erhöhte sich deutlich um 20,0 % auf 10,76 Mio. € (VJ: 8,97 Mio. €).

Eine wesentliche Komponente für die Ergebnisentwicklung ist in den Materialaufwendungen zu sehen, die sich in den vergangenen Geschäftsjahren bei der Kostenquote zwischen 53,8 % und 61,5 % eingependelt haben (Zeitraum 2010 – 2018). Dabei weist die MS Industrie AG eine tendenziell rückläufige Entwicklung bei dieser Kostenquote auf, was auf einen veränderten Produktmix zurückzuführen ist. Die zunehmende Bedeutung des margenstärkeren Ultraschall-Segments ist ebenfalls dafür verantwortlich. In 2018 kam es aufgrund eines etwas ungünstigeren Produktmix zu einer Unterbrechung dieses rückläufigen Trends und damit legte der Rohertrag im Vergleich zu den Umsatzerlösen mit einem Anstieg in Höhe von 10,0 % auf 136,32 Mio. € (VJ: 123,96 Mio. €) nur unterproportional zu.

Dies erklärt den vergleichsweise geringeren Anstieg des EBITDA. Beim EBIT hingegen profitierte die Gesellschaft von einer Fortsetzung der rückläufigen Entwicklung bei den Abschreibungen. Nach der Errichtung und dem Bezug der neuen Immobilie in Trossingen in 2015 haben sich die Investitionen deutlich reduziert, mit entsprechend positiven Auswirkungen auf den Abschreibungsbetrag.

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



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Dass beim Nachsteuerergebnis mit 7,11 Mio. € (VJ: 7,02 Mio. €) in etwa das Niveau des Vorjahres erreicht wurde, liegt einerseits an wieder steigenden Finanzaufwendungen, nachdem in den Vorjahren signifikante Kosteneinsparungen erzielt wurden. In 2018 wurde die Investitionsaktivität unter anderem im Zusammenhang mit der Bestellung und Anzahlung von zwei neuen „Rundtakter“-Maschinen, die eine deutliche Produktivitätssteigerung mit sich bringen sollen, ausgeweitet. Damit zusammenhängend und auch aufgrund des gestiegenen Working Capitals kletterte die Finanzverschuldung auf 75,78 Mio. € (VJ: 66,52 Mio. €) und folglich erhöhte sich der Finanzaufwand auf 2,40 Mio. € (VJ: 2,07 Mio. €).

Ein weiterer Faktor für den nur geringen Anstieg des Jahresüberschusses sind die im Vorjahresvergleich höheren Steueraufwendungen, nachdem im Vorjahr noch ein Steuerertrag in Höhe von 0,80 Mio. € im Zusammenhang mit der Senkung der US-amerikanischen Unternehmenssteuer ausgewiesen wurde.

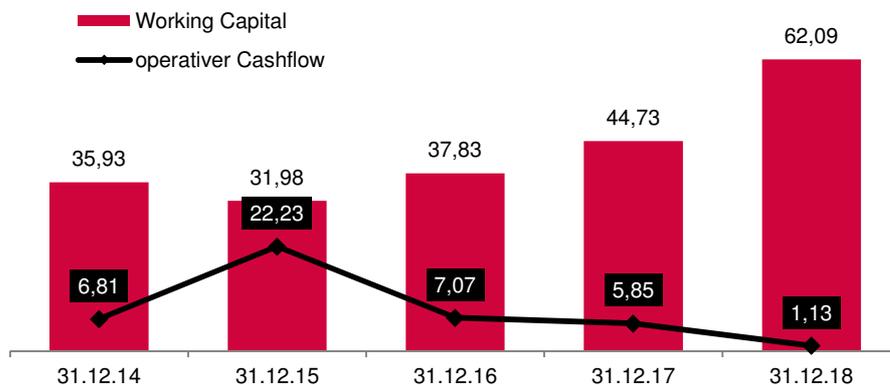
## Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Eigenkapital	51,79	56,68	65,31
EK-Quote (in %)	33,7%	37,1%	38,2%
Operatives Anlagevermögen	67,95	62,26	65,48
Net Working Capital	37,83	44,73	62,09
Cashflow (operativ)	7,07	5,85	1,13
Cashflow (Investition)	-7,45	1,02	-12,37
Cashflow (Finanzierung)	-0,44	-6,02	5,82

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Im Rahmen der Bilanzanalyse wird der im Vergleich zum Vorjahr deutliche Anstieg der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen und damit des Nettoumlaufvermögens sichtbar. Der hohe Wert des Working Capitals in Höhe von 62,09 Mio. € (31.12.17: 44,73 Mio. €) ist unseres Erachtens aber hauptsächlich auf Stichtagseffekte zurückzuführen. Letztendlich hatte diese Entwicklung einen Rückgang des operativen Cashflows auf 1,13 Mio. € (VJ: 5,85 Mio. €), dem gleichzeitig niedrigsten Wert der vergangenen Geschäftsjahre, nach sich gezogen. Grundsätzlich weist die MS Industrie AG aber positive Cashflows aus, die aber im erheblichen Maße von der Entwicklung des Nettoumlaufvermögens abhängen.

### Operativer Cashflow und Working Capital (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Im abgelaufenen Geschäftsjahr hatte der MS-Konzern die Investitionsaktivität deutlich ausgeweitet. Unter anderem wurden zur Produktivitätssteigerung zwei „Rundtakter“-Maschinen bestellt und angezahlt und damit kletterten insgesamt die Investitionsausgaben auf 12,37 Mio. € (VJ: 3,32 Mio. €). Aufgrund des niedrigen operativen Cashflows wurden für die Finanzierung der getätigten Investitionen weitere Bankverbindlichkeiten aufgenommen. Die gemäß unseren Berechnungen ermittelte Finanzverschuldung erhöhte sich damit, entgegen dem Trend der vergangenen Geschäftsjahre, auf 75,78 Mio. € (VJ: 66,52 Mio. €). Sobald die im Nettoumlaufvermögen gebundene Liquidität zur Verfügung steht, dürfte die Finanzverschuldung aber wieder zurückgeführt werden.

Nach wie vor verfügt der MS-Konzern über eine überdurchschnittlich hohe EK-Quote in Höhe von 38,2 % (31.12.17: 37,1 %). Bislang hat die Gesellschaft die Nachsteuergewinne vollständig thesauriert und damit das Eigenkapital sukzessive ausgebaut. In 2018 wurde erstmalig eine Dividende (für 2017) in Höhe von 0,03 € je Aktie und damit insgesamt 0,90 Mio. € ausgeschüttet.

*Hinweis: Die MS Industrie AG wird ab dem 01.01.2019 erstmalig die IFRS 16 Vorgaben umsetzen. Demnach werden künftig alle Leasing und Mietverträge als Vermögenswert aktiviert und als Gegenposition eine Schuld in gleicher Höhe passiviert. Gemäß Unternehmensangaben wird der daraus resultierende bilanzverlängernde Effekt insgesamt rund 21 Mio. € ausmachen. Rechnerisch wird dies zu einer Reduktion der EK-Quote führen.*

## PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 2019e*	GJ 2020e*	GJ 2021e*
Umsatzerlöse	282,75	234,00	227,82	239,21
EBITDA (EBITDA-Marge)	22,78 (8,1%)	38,49 (16,5%)	25,27 (11,1%)	27,27 (11,4%)
EBIT (EBIT-Marge)	10,76 (3,8%)	25,59 (10,9%)	12,52 (5,5%)	14,75 (6,2%)
Jahresüberschuss	7,11	16,54	7,20	8,77
EPS in €	0,24	0,55	0,24	0,29

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG; \*inkl. Sondererträge und IFRS 16 - Auswirkungen

Nach der Veräußerung des Powertrain-Geschäftes in Nordamerika an die Gnutti Carlo-Gruppe wird der MS-Konzern ab dem laufenden Geschäftsjahr 2019 ein deutlich verändertes GuV-Bild abgeben. Eine Folge der Transaktion wird dabei eine deutliche Reduktion der Abhängigkeit vom größten Kunden Daimler, mit dem bislang rund 60 % aller Umsatzerlöse erzielt wurden. Parallel dazu wird die Umsatzsituation ab dem laufenden Geschäftsjahr vom Wegfall der Umsätze in Höhe von jährlich ca. 80 Mio. € geprägt sein und damit zunächst erheblich geringer ausfallen. Die Auswirkungen auf 2019 werden sich, da der Wegfall der Umsätze erst ab April erfolgt, auf rund 65 Mio. € belaufen und ab dem kommenden Geschäftsjahr auf 80 Mio. € ansteigen.

Aus der Entkonsolidierung des US-amerikanischen Powertrain-Segments wird die MS Industrie AG aber in 2019 einmalige Sondererträge in Höhe von 17 Mio. € und damit einen deutlichen Ergebnisanstieg ausweisen. Für 2019 geht das Management der MS Industrie AG von einem industriellen Konzern-Umsatz in Höhe von rund 230 Mio. € aus, was etwa 65 Mio. € unterhalb der bisherigen Planungen liegt. Die nachfolgenden Ergebniskennzahlen (EBITDA, EBIT, EBT) werden aufgrund des nicht liquiditätswirksamen Sonderertrages aber deutlich höher als im Vorjahr erwartet.

*Hinweis: Neben dem Effekt aus der dargestellten Veräußerung wird die Ergebnissituation zudem aus der erstmaligen Anwendung des IFRS 16 – Standards geprägt sein. Gemäß unseren Berechnungen wird das EBITDA, aufgrund der Herausnahme der Miet- und Leasingzahlungen, um 3,45 Mio. € höher ausfallen als bislang. Dem steht aber ein deutlicher Anstieg bei den Abschreibungen (+2,40 Mio. €) und beim Finanzergebnis (+0,53 Mio. €) gegenüber, so dass das EBIT um 1,05 Mio. € und das Vorsteuerergebnis um 0,53 Mio. € höher ausfallen dürften. Diese Effekte haben wir in unseren Prognosen berücksichtigt, im DCF-Bewertungsmodell haben wir die nicht liquiditätswirksamen Komponenten jedoch eliminiert.*

### Umsatzprognosen 2019 - 2021

In unseren Umsatzprognosen für den konkreten Schätzzeitraum 2019 – 2021 unterstellen wir für den Powertrain-Bereich in Europa eine deutliche Steigerung der Umsatzerlöse, als Folge einer weiteren Marktdurchdringung der neuen Generation mit LKW-Motoren von Daimler. Hier verfügt die Gesellschaft über einen vertraglich gesicherten Produktionsauftrag für die Baureihe OM 47x bis zum Jahr 2023. Allgemein ist dabei bei den Neuzulassungszahlen ein positiver Trend in Europa zu beobachten. Daimler geht vor diesem Hintergrund von einem Anstieg der LKW-Absatzzahlen von 100.000 auf rund 105.000 aus.

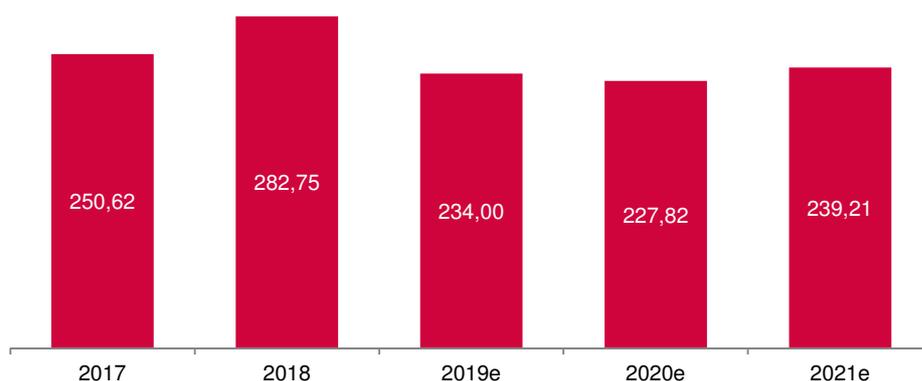
Parallel hierzu weisen die Gesellschaften im Ultrasonic-Segment eine umfangreiche Auftragslage, mit einer Reichweite bis zum Beginn des Q3 2019, auf. Neben dem Sondermaschinenbau dürfte hier die in 2016 eingeführte Serienmaschinen-Produktepalette mit zunehmender Markteinführung für steigende Umsätze sorgen und damit wichtige Wachstumsimpulse steuern. Vor dem Hintergrund der erwarteten leicht steigenden Umsätze in diesem Segment sollten Umsatzerlöse in Höhe von ca. 65 Mio. € erreichbar

sein. Grundsätzlich werden die Ultrasonic-Umsätze damit im Gesamtumsatzmix an Bedeutung gewinnen.

Mitte April 2019 hat die Gesellschaft den Gewinn eines neuen renommierten Kunden für das Powertrain-Segment berichtet. Ab dem Geschäftsjahr 2021 sollen die ersten Umsätze mit dem neuen Kunden erwirtschaftet werden und das jährliche Zielumsatzvolumen in Höhe von 25 – 30 Mio. € sollte bis zum Jahr 2026 erreicht werden. Dementsprechend haben wir für das Jahr 2021, dem letzten Geschäftsjahr unserer konkreten Schätzperiode, die ersten Umsätze hieraus eingeplant. Hier ist nochmal die Unternehmensstrategie erwähnenswert, wonach eine breitere Aufstellung der Kundenbasis erreicht werden soll.

Der von uns prognostizierte starke Umsatzrückgang in 2019 ist auf den Wegfall der Powertrain-Umsätze in den USA zurückzuführen. Die jährlichen Umsatzerlöse dieses Segments belaufen sich auf ca. 80 Mio. €, wobei der Effekt auf das laufende Geschäftsjahr, da der Verkauf erst im April 2019 erfolgt ist, geringer ausfällt. Erstmals ganzjährig wird sich dies auf die Umsatzentwicklung des kommenden Geschäftsjahres 2020 auswirken, so dass wir hier mit einem weiteren leichten Umsatzrückgang rechnen. Die Rückkehr zum Umsatzwachstum sollte der MS-Konzern, auch durch den neuen LKW-Kunden, wieder in 2021 erreichen.

#### Prognose Umsatzerlöse (in Mio. €)



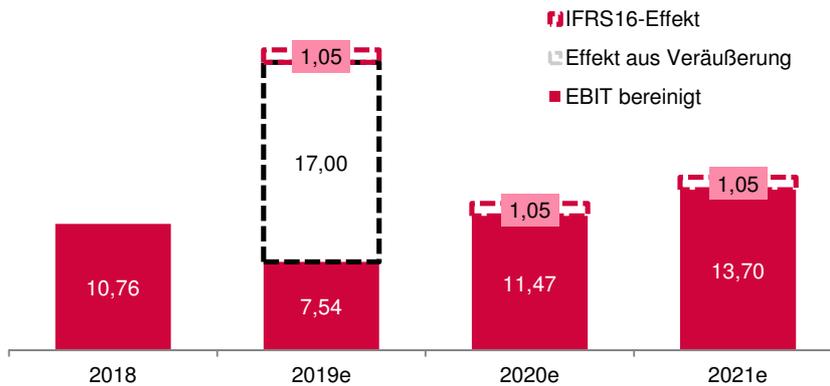
Quelle: GBC AG

#### Ergebnisprognosen 2019 - 2021

Die Ergebnisentwicklung des laufenden Geschäftsjahres wird in besonderer Weise von den Sonderträgen aus der Entkonsolidierung des US-amerikanischen Powertrain-Segments geprägt sein. Neben den Sondererträgen in Höhe von rund 17,0 Mio. € werden zudem die Effekte aus der erstmaligen Anwendung von IFRS 16 das EBIT um 1,05 Mio. € beeinflussen.

Bereinigt um diese beiden Effekte erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr ein EBIT in Höhe von 7,24 Mio. €, welches damit, aufgrund des Wegfalls des Ergebnisbeitrags des Powertrain-Segments in den USA (EBIT: 4,5 Mio. €), deutlich unter dem Vorjahreswert liegt. Bereinigt um Sondereffekte sollte die Gesellschaft in den kommenden Geschäftsjahren in der Lage sein, eine überproportionale EBIT-Entwicklung und damit eine steigende Entwicklung der EBIT-Marge zu erreichen. Alleine die Verschiebung im Umsatzmix hin zu den margenstärkeren Umsatzerlösen aus dem Ultrasonic-Segment sollte hier zu einer spürbaren Margenverbesserung führen. Bis zum Geschäftsjahr 2021 rechnen wir mit einem Anstieg der EBIT-Marge auf 6,2 %:

**Prognose EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)**



Quelle: GBC AG

Über die kommenden Geschäftsjahre hinweg dürfte die Gesellschaft aus dem Unternehmensverkauf einen Liquiditätszufluss vereinnahmen, der gemäß unseren Berechnungen zwischen 27 – 36 Mio. € liegen dürfte. Neben der von uns unterstellten Ausschüttung einer Sonderdividende in Höhe von 0,09 € je Aktie für die Jahre 2019 und 2020 sollte die MS Industrie AG in der Lage sein, trotz eines geplanten Investitionsvolumens von 13,5 Mio. €, Fremdkapital zurückzuführen. Damit einhergehend sollte sich das Finanzergebnis deutlich verbessern und infolgedessen das Nachsteuerergebnis überproportional ansteigen.

## **Bewertung**

### ***Modellannahmen***

Die MS Industrie AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2019 und 2021 in Phase 1, erfolgt von 2022 bis 2026 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 11,4 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

### ***Bestimmung der Kapitalkosten***

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

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,00 % (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 1,34.

Unter Verwendung der getroffenen Annahmen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten in Höhe von 8,35 % (bisher: 9,26 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90,0 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,74 % (bisher 8,21 %).

### ***Bewertungsergebnis***

Als Ergebnis des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 6,00 € je Aktie ermittelt, womit das bisherige Kursziel unverändert bleibt. Zwar haben wir bei den expliziten Prognosen für die Geschäftsjahre 2019 und 2020 Reduktionen beim Ergebnis vorgenommen, diese werden jedoch vollständig durch den niedrigeren Diskontierungssatz sowie durch den erstmaligen Einbezug der höheren 2021er Schätzungen, als Basis für die Stetigkeitsphase des Bewertungsmodells, kompensiert.

## DCF-Modell

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

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	11,4%	ewige EBITA - Marge	8,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	16,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	24,2%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	234,00	227,82	239,21	251,17	263,73	276,92	290,76	305,30	
US Veränderung	-17,2%	-2,6%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,66	2,73	3,05	3,43	3,82	4,23	4,65	5,08	
EBITDA	38,49	25,26	27,27	28,63	30,06	31,57	33,14	34,80	
EBITDA-Marge	16,4%	11,1%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	
EBITA	25,59	12,51	14,75	16,11	18,34	20,52	22,67	24,80	
EBITA-Marge	10,9%	5,5%	6,2%	6,4%	7,0%	7,4%	7,8%	8,1%	8,2%
Steuern auf EBITA	-7,42	-3,75	-4,42	-4,83	-5,50	-6,16	-6,80	-7,44	
zu EBITA	29,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	18,17	8,76	10,32	11,28	12,84	14,36	15,87	17,36	
Kapitalrendite	14,2%	5,9%	7,3%	8,3%	9,6%	10,8%	12,0%	13,0%	13,3%
Working Capital (WC)	60,00	59,00	58,00	60,90	63,95	67,14	70,50	74,02	
WC zu Umsatz	25,6%	25,9%	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%	
Investitionen in WC	2,09	1,00	1,00	-2,90	-3,05	-3,20	-3,36	-3,52	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	88,08	83,33	78,31	73,29	69,07	65,53	62,55	60,05	
AFA auf OAV	-12,90	-12,75	-12,52	-12,52	-11,72	-11,04	-10,48	-10,00	
AFA zu OAV	14,6%	15,3%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	
Investitionen in OAV	-35,50	-8,00	-7,50	-7,50	-7,50	-7,50	-7,50	-7,50	
Investiertes Kapital	148,08	142,33	136,31	134,19	133,02	132,67	133,05	134,07	
EBITDA	38,49	25,26	27,27	28,63	30,06	31,57	33,14	34,80	
Steuern auf EBITA	-7,42	-3,75	-4,42	-4,83	-5,50	-6,16	-6,80	-7,44	
Investitionen gesamt	-12,17	-1,69	-1,19	-10,40	-10,55	-10,70	-10,86	-11,02	
Investitionen in OAV	-35,50	-8,00	-7,50	-7,50	-7,50	-7,50	-7,50	-7,50	
Investitionen in WC	2,09	1,00	1,00	-2,90	-3,05	-3,20	-3,36	-3,52	
Kaufpreiszahlungen	21,24	5,31	5,31	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Nicht liquiditätswirksame Effekte	1,55	-3,45	-3,45	-3,45	-3,45	-3,45	-3,45	-3,45	
Freie Cashflows	18,90	16,37	18,20	9,95	10,56	11,26	12,04	12,89	263,70

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	226,29	227,43
Barwert expliziter FCFs	69,78	58,81
Barwert des Continuing Value	156,52	168,63
Nettoschulden (Net debt)	46,54	35,09
Wert des Eigenkapitals	179,76	192,34
Fremde Gewinnanteile	0,20	0,21
Wert des Aktienkapitals	179,95	192,55
Ausstehende Aktien in Mio.	30,00	30,00
Fairer Wert der Aktie in EUR	<b>6,00</b>	6,42

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,34
Eigenkapitalkosten	8,3%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	25,0%
WACC	<b>7,7%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	7,1%	7,4%	7,7%	8,0%	8,3%
12,8%	6,57	6,15	5,77	5,43	5,12
13,0%	6,71	6,27	5,88	5,54	5,22
13,3%	6,84	6,39	<b>6,00</b>	5,64	5,32
13,5%	6,97	6,52	6,11	5,75	5,43
13,8%	7,11	6,64	6,23	5,86	5,53

## ANHANG

### I.

#### **Research unter MiFID II**

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

### II.

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

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

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

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

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

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

#### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR:**

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,7,11)**

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

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

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

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

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

### **§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, 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), Stellv. Chefanalyst**

**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®**  
**- 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)