



Researchstudie (Anno)

Unternehmensname



**Markterholung zeichnet sich ab,
Rückkehr zum Wachstum in 2018 erwartet,
Prognosen und Kursziel angepasst**

Kursziel: 4,30 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 20**

MS Industrie AG^{*4,5a,11}

Rating: KAUFEN
Kursziel: 4,30

Aktueller Kurs: 3,33
06.06.2017 / ETR / 10:00 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005855183
WKN: 585518
Börsenkürzel: MSAG

Aktienanzahl³: 29,82
Marketcap³: 99,30
EnterpriseValue³: 158,46
³ 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 Interessenskonflikte auf Seite 21

Unternehmensprofil

Branche: Industrie

Fokus: Motoren- und Antriebstechnik, Ultraschalltechnik und Elektromotoren

Mitarbeiter: 1.114 (31.12.2016)

Gründung: 1991

Firmensitz: München

Vorstand: Dr. Andreas Aufschneider, Armin Distel

Volumen in Tsd. €



Die MS Industrie AG mit Sitz in München ist die börsennotierte Muttergesellschaft einer fokussierten Industrie-Gruppe 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 2010 fokussierte sie sich als GCI Industrie AG und seit Juli 2012 als MS Industrie AG auf Produktionsunternehmen in den oben genannten Bereichen.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017e	31.12.2018e
Umsatz	274,44	237,50	241,06	260,35
EBITDA	21,01	18,73	18,88	20,55
EBIT	9,10	6,30	7,23	9,23
Jahresüberschuss	3,46	4,46	4,46	5,89

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,12	0,15	0,15	0,20
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,58	0,67	0,66	0,61
EV/EBITDA	7,54	8,46	8,39	7,71
EV/EBIT	17,41	25,16	21,93	17,17
KGV	28,70	22,24	22,26	16,86
KBV		1,92		

Finanztermine

28.06.2017: Hauptversammlung
August 2017: Halbjahresbericht 2017
November: Quartalsbericht Q3 2017

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
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
07.09.2015: RS / 7,00 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Der MS-Konzern weist für das abgelaufene Geschäftsjahr 2016 einen Umsatzrückgang in Höhe von 13,5 % auf 237,50 Mio. € (VJ: 274,44 Mio. €) aus. Dass die Gesellschaft nicht an den von Sondereffekten geprägten Wert des Vorjahres anknüpfen kann, war zuvor so erwartet worden. In den Umsatzerlösen des Vorjahres war dabei der Fertigungsauftrag des neuen Produktionsgebäudes in Trossingen in Höhe von 19,35 Mio. € enthalten, welches vollständig in 2015 fertiggestellt wurde. Bereinigt um diesen Effekt, weist der MS-Konzern im Kerngeschäft der Industriebeteiligungen einen geringeren Umsatzrückgang in Höhe von -6,9 % von 255,10 Mio. € (GJ 2015) auf 237,50 Mio. € (GJ 2016) aus.
- Das rückläufige Umsatzniveau bei den Industriebeteiligungen ist hauptsächlich auf einen erheblichen Nachfragerückgang aus den USA zurückzuführen. In den USA lagen die Verkaufszahlen bei den so genannten „Class 8“-Fahrzeugen in 2016 um 22,6 % unterhalb der Verkaufszahlen des Kalenderjahres 2015. Die MS-Gruppe hängt als Zulieferer für schwere Verbrennungsmotoren besonders von den LKW-Zulassungszahlen ab, so dass die Umsätze in dieser für die Gesellschaft wichtigen Region um 37,02 Mio. € bzw. um 32,8 % deutlich unterhalb des Vorjahreswertes lagen. Im Gegensatz zu den Umsätzen in Nordamerika sowie den rückläufigen Umsätzen in der Region „Übriges Amerika“ weist die Gesellschaft in den übrigen Regionen eine positive Umsatzentwicklung auf, insgesamt konnte aber die Umsatzschwäche in Nordamerika nicht kompensiert werden.
- Analog zum Umsatzrückgang reduzierte sich das um Sondereffekte bereinigte EBITDA auf 18,76 Mio. € (VJ: 24,87 Mio. €). Die rückläufige EBITDA-Entwicklung ist insbesondere eine Folge der deutlich rückläufigen Umsätze in Nordamerika sowie der, infolge des ausgebauten Personalbestands, höheren Personalaufwendungen. Auf Ebene des Nachsteuerergebnisses profitierte der MS-Konzern von einer weiteren Verbesserung des Finanzergebnisses sowie von einem temporären Rückgang bei den Steueraufwendungen, so dass ein Anstieg des Nachsteuerergebnisses auf 4,46 Mio. € (VJ: 3,46 Mio. €) erreicht wurde.
- Nachdem der signifikante Rückgang bei den Neuzulassungen von Nutzfahrzeugen in den USA die operative Entwicklung des MS-Konzerns beeinflusst hat, dürfte auch das laufende Geschäftsjahr 2017 hiervon beeinflusst sein. Allerdings werden in den ersten Monaten 2017 deutliche Erholungstendenzen sichtbar. So legten in den USA im April die „Class 8“-Verkäufe gegenüber dem Vorjahresmonat um 77 % erheblich zu, was ein aussagekräftiges Indiz hinsichtlich einer schnellen Markterholung darstellt. Gemäß Unternehmensangaben ist ein Zeitversatz von ca. 6 Monaten einzuplanen, bis sich die höheren Verkaufszahlen des Gesamtmarktes positiv auf den MS-Konzern auswirken.
- Hierauf basierend rechnen wir für 2017, analog zur Unternehmens-Guidance, mit einer konstanten Umsatzentwicklung. In 2018 sollte mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 8,0 % auf 260,35 Mio. € (2017e: 241,06 Mio. €) eine Rückkehr zum Umsatzwachstum erreicht werden. Ähnlich verhält es sich mit dem operativen Ergebnis (EBITDA), für das wir zunächst eine konstante Entwicklung und ab 2018 einen überproportionalen Anstieg unterstellen.
- Im Rahmen des hierauf basierenden aktualisierten DCF-Bewertungsmodells haben wir einen neuen fairen Wert von 4,30 € je Aktie (bisher: 5,00 €) ermittelt. Die Kurszielreduktion basiert dabei sowohl auf einer Anhebung der gewichteten Kapitalkosten als auch auf einer Reduktion der Prognosen für 2017 und 2018. Bei einem aktuellen Aktienkurs in Höhe von 3,33 € ergibt sich ein Kurspotenzial in Höhe von ca. 30,0% und daher vergeben wir weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

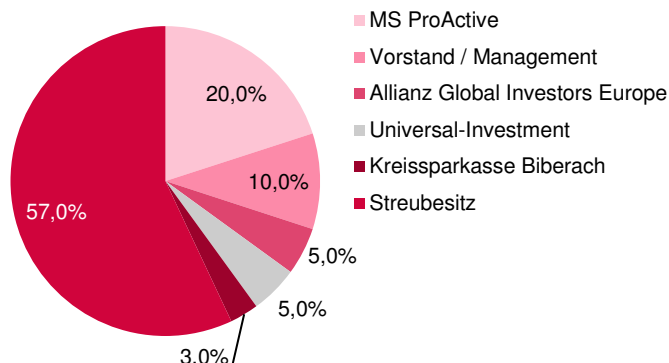
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Geschäftsbereiche	4
Powertrain Technology Group (PTG)	4
Ultrasonic Technology Group (UTG)	5
Referenzkunden	5
Markt und Marktumfeld	6
Nutzfahrzeugmarkt Europa	6
Nutzfahrzeugmarkt USA	7
Unternehmensentwicklung	8
Kennzahlen im Überblick	8
Geschäftsentwicklung 2016	9
Umsatzentwicklung 2016	9
Ergebnisentwicklung 2016	10
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2016	12
Geschäftsentwicklung Q1 2017	14
Prognose und Modellannahmen	15
Umsatzprognosen 2017 – 2018	15
Ergebnisprognosen 2017 – 2018	16
Bewertung	18
Modellannahmen	18
Bestimmung der Kapitalkosten	18
Bewertungsergebnis	18
DCF-Modell	19
Anhang	20

UNTERNEHMEN

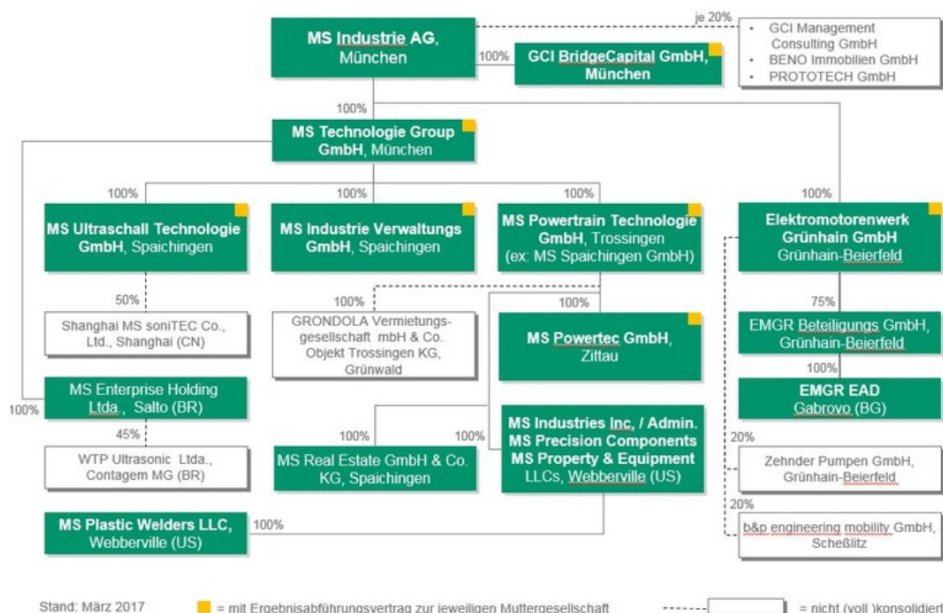
Aktionärsstruktur

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



Geschäftsbereiche

Der größte Geschäftsbereich **Industriebeteiligungen** unterteilt sich in die beiden Untersegmente Powertrain Technology Group (PTG) und Ultrasonic Technology Group (UTG):

Powertrain Technology Group (PTG)

Hier tritt der MS-Konzern hauptsächlich als Lieferant kompletter Automotive-Systeme auf, welche vornehmlich für schwere Dieselmotoren, die 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 AG als Single-Source Supplier für den Ventiltrieb des „Daimler Weltmotors“ für schwere LKW.

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 Powertrain Technology Group 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.

Ultrasonic Technology Group (UTG)

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



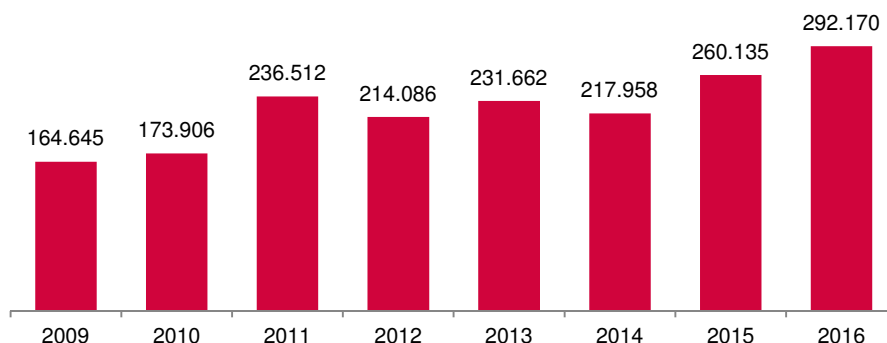
MARKT UND MARKTUMFELD

Der MS-Konzern deckt über seine unterschiedlichen Geschäftsbereiche zwar ein breites Produktportfolio ab, womit das Unternehmen in unterschiedlichen Branchen tätig ist, es wird jedoch anhand der Umsatzaufteilung ein klarer Fokus auf die Motoren- und Antriebstechnik, insbesondere in Europa und Nordamerika ersichtlich. Auch wenn über den Geschäftsbereich UTG (Ultrasonic Technology Group) sowie über die Produktion von E-Motoren eine Vielzahl von Branchen angesprochen wird, beschränken wir uns in der Marktbetrachtung, da unserer Ansicht nach hieraus der größte Einfluss auf die MS-Geschäftsentwicklung vorherrscht, auf den Nutzfahrzeugmarkt in Europa und Nordamerika.

Nutzfahrzeugmarkt Europa

Der Nutzfahrzeugmarkt in Europa ist, gemessen an der Anzahl der neu zugelassenen schweren Nutzfahrzeuge (ab 16 Tonnen), im abgelaufenen Geschäftsjahr weiter gewachsen. Bei insgesamt nahezu 300.000 Neuzulassungen wurden 12,3 % mehr Fahrzeuge als im vergleichbaren Vorjahreszeitraum zugelassen. In den vergangenen acht Jahren gab es bei der Anzahl der Neuzulassungen durchschnittlich einen jährlichen Anstieg in Höhe von 9,4 %, so dass hier ein intaktes Wachstum vorliegt:

Neuzulassungen schwerer Nutzfahrzeuge in Europa



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

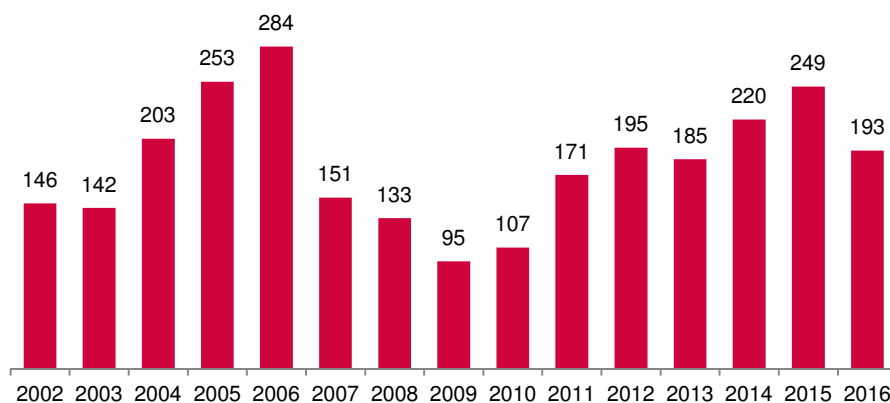
Auch bei den anderen Fahrzeugklassen wie etwa die mittelschweren LKW's über 3,5 Tonnen, wird eine ähnliche Wachstumsdynamik ersichtlich. Bei insgesamt ca. 365.000 neu registrierten Trucks, konnte in der europäischen Union der Vorjahreswert um 11,0 % ebenfalls deutlich übertroffen werden.

Wir haben insbesondere zwei Aspekte für diese Entwicklung ausgemacht. Einerseits lässt sich eine weiterhin dynamische Entwicklung im Straßengüterverkehr ersehen. Gemäß Eurostat-Daten legten die im Straßengüterverkehr erfassten Tonnenkilometer in 2015 gegenüber 2014 um 2,4 % weiter zu. Bis zum Jahr 2020 wird für Deutschland beispielsweise ein Anstieg der jährlichen Transportleistung im Straßenverkehr in Höhe von durchschnittlich 1,34 % erwartet. Auf der anderen Seite dürfte die Branche, insbesondere vor dem Hintergrund eines zunehmenden Alters der Zugmaschinen, vor einem neuen Investitionszyklus stehen, was sich entsprechend positiv auf die Anzahl der Neuzulassungen auswirken dürfte. Gemäß eigenen Berechnungen, basierend auf Daten des Kraftfahrzeugbundesamtes, ist das Alter der Zugmaschinen trotz verschärften Emissionsrichtlinien, von durchschnittlich 10,21 Jahren (2007) leicht auf 10,27 Jahre (2016) angestiegen.

Nutzfahrzeugmarkt USA

Im Gegensatz zum europäischen Nutzfahrzeugmarkt, kam es in den USA bei den so genannten „Class 8“-Fahrzeugen, also den Nutzfahrzeugen über 15,0 Tonnen, zu einem deutlichen Nachfrageeinbruch in 2016. Die innerhalb des letzten Kalenderjahres insgesamt veräußerten 193 Tausend Trucks lagen um 22,6 % und damit deutlich unterhalb der Verkaufszahlen des Vorjahreszeitraums. Als ein Erklärungsansatz für diese Entwicklung werden die in den letzten Jahren aufgebauten hohen Überkapazitäten genannt, wodurch es bei den großen Flottenbetreibern zu Investitionsverschiebungen gekommen ist. Die vorhandenen Überkapazitäten hätten darüber hinaus zu einem Rückgang der Frachtraten geführt, was sich zusätzlich erschwerend auf die Nachfrage nach Neufahrzeugen ausgewirkt hatte.

Verkaufszahlen „Class 8“-Fahrzeuge in den USA



Quelle: Ward's; GBC AG

Nach dem deutlichen Rückgang in 2016 gibt es jedoch erste Anzeichen einer wieder anziehenden Nachfrage. Gemäß FTR und ACT Research lagen die „Class 8“-Aufträge im April 2017 um 77 % über dem Vorjahresmonat und damit ergibt sich eine aufs Gesamtjahr 2017 hochgerechnete Verkaufszahl von 215 Tausend Fahrzeugen, was gegenüber dem Vorjahr einem deutlichen Anstieg von über 10 % gleichkommen würde.

Auch für die nachfolgenden Geschäftsjahre wird eine grundsätzlich positive Erwartungshaltung ersichtlich. Insbesondere die von der neuen US-Regierung versprochenen Infrastrukturmaßnahmen sollten, gemäß ACT-Analysten, für einen Wachstumsschub bei den schweren Nutzfahrzeugen führen. Darüber hinaus dürften die verschärften Richtlinien, insbesondere vor dem Hintergrund der aus den daraus resultierenden Treibstoffeinsparungen, weitere Nachfrageimpulse mit sich bringen. Selbst wenn die aktuelle US-Regierung hier eine Lockerung der Umweltrichtlinien anstrebt, gehen die Analysten von ACT von einer Fortsetzung dieses Trends aus. So sollen gemäß der zweiten Phase des GHG (Greenhouse Gas Regulation), welche ab dem Modelljahr 2021 gültig wird und sich bis zum Modelljahr 2027 zum Standard entwickeln sollte, deutliche Einsparungen beim Treibstoff und bei den Emissionen erreicht werden. Die MS-Gruppe hat sich als „Single Source Supplier“ für die „Weltmotor-OEMs“ im NAFTA-Raum eine gute Ausgangslage erarbeitet, um an den künftigen Wachstumspotenzialen in Nordamerika zu partizipieren.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2014	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017e	GJ 2018e
Umsatzerlöse	218,45	274,44	237,50	241,06	260,35
Bestandsveränderungen	1,77	2,61	0,34	0,50	0,50
Sonstige betriebliche Erträge	4,50	4,72	5,55	3,90	4,50
Gesamtleistung	224,72	281,77	243,38	245,46	265,35
Materialaufwand	-127,44	-168,81	-128,29	-130,17	-145,79
Rohertrag	97,28	112,96	115,09	115,29	119,55
Personalaufwand	-47,72	-56,25	-60,51	-61,71	-63,00
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-28,37	-35,71	-35,86	-34,70	-36,00
EBITDA	21,20	21,01	18,73	18,88	20,55
Abschreibungen	-11,29	-11,92	-12,43	-11,65	-11,32
EBIT	9,91	9,10	6,30	7,23	9,23
Finanzerträge	0,25	0,54	0,65	0,40	0,40
Finanzaufwendungen	-4,59	-3,77	-2,87	-2,45	-1,80
Ergebnis aus assoziierten Unternehmen	0,00	0,43	0,51	0,40	0,35
EBT	5,57	6,29	4,58	5,58	8,18
Ertragssteuern	-1,44	-2,85	-0,19	-1,12	-2,29
Minderheiten	-0,01	0,02	0,07	0,00	0,00
Jahresüberschuss	4,13	3,46	4,46	4,46	5,89
EBITDA	21,20	21,01	18,73	18,88	20,55
in % der Umsatzerlöse	9,7%	7,7%	7,9%	7,8%	7,9%
EBIT	9,91	9,10	6,30	7,23	9,23
in % der Umsatzerlöse	4,5%	3,3%	2,7%	3,0%	3,5%
Ergebnis je Aktie in €	0,14	0,12	0,15	0,15	0,20

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2016

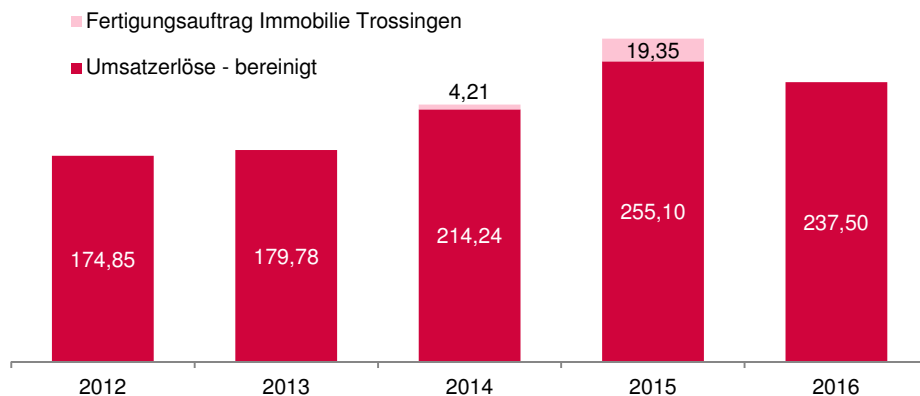
GuV (in Mio. €)	GJ 2014	GJ 2015	GJ 2016
Umsatzerlöse	218,45	274,44	237,50
EBITDA	21,20	21,01	18,73
EBITDA-Marge	9,7%	7,7%	7,9%
EBITDA (bereinigt)	21,20	24,87	18,76
EBITDA-Marge (bereinigt)	9,9%	9,7%	7,9%
Jahresüberschuss	4,13	3,46	4,46
EPS in €	0,14	0,12	0,15

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2016

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2016 weist die MS-Gruppe erwartungsgemäß einen deutlichen Umsatzrückgang in Höhe von -13,5 % auf 237,50 Mio. € (VJ: 274,44 Mio. €) aus. Die Umsatzerlöse lagen damit in etwa auf dem Niveau der zum Q3-Bericht 2016 angepassten Unternehmens-Guidance, wonach Umsatzerlöse in Höhe von rund 240,0 Mio. € erwartet wurden. Für diesen im Vergleich zum Vorjahr deutlichen Umsatzrückgang gibt es mehrere Faktoren. So ist in den Umsatzerlösen des Vorjahres der Fertigungsauftrag des neuen Produktionsgebäudes in Trossingen in Höhe von 19,35 Mio. € enthalten, welches vollständig in 2015 fertiggestellt wurde. Bereinigt um diesen Effekt weist der MS-Konzern im Kerngeschäft der Industriebeteiligungen einen geringeren Umsatzrückgang in Höhe von -6,9 % von 255,10 Mio. € (GJ 2015) auf 237,50 Mio. € (GJ 2016) aus.

Umsatzerlöse (in Mio. €)



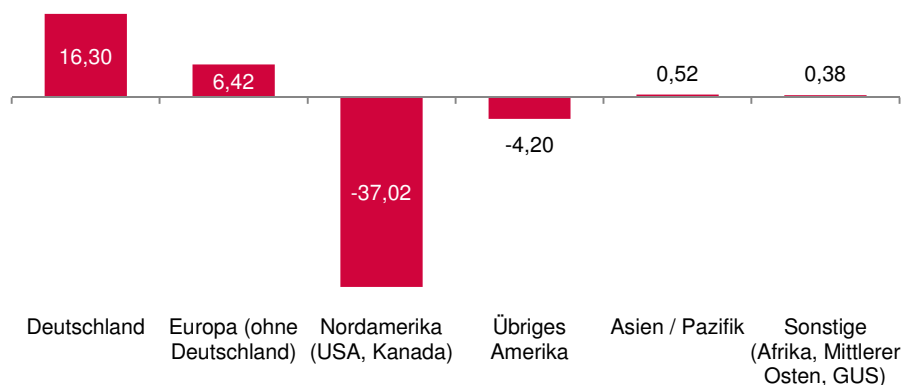
Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Das rückläufige Umsatzniveau bei den Industriebeteiligungen ist hauptsächlich auf einen erheblichen Nachfragerückgang aus den USA zurückzuführen. In den USA lagen die Verkaufszahlen bei den so genannten „Class 8“-Fahrzeugen in 2016 um 22,6 % unterhalb der Verkaufszahlen des Kalenderjahres 2015. Die MS-Gruppe hängt als Zulieferer für schwere Verbrennungsmotoren besonders von den LKW-Zulassungszahlen ab, so dass die Umsätze in dieser für die Gesellschaft wichtigen Region um 37,02 Mio. € bzw. um 32,8 % deutlich unterhalb des Vorjahresniveaus lagen.

Im Gegensatz zu den Umsätzen in Nordamerika sowie den rückläufigen Umsätzen in der Region „Übriges Amerika“ weist die Gesellschaft in den übrigen Regionen eine positive Umsatzentwicklung auf. Die Industrieumsätze kletterten in Deutschland um 16,30 Mio. € auf 131,58 Mio. € (VJ: 115,28 Mio. €) und im übrigen Europa um 6,42 Mio. € auf 23,71 Mio. € (VJ: 17,30 Mio. €). Dies ist eine Folge der weiterhin intakten Dynamik bei den

Neuzulassungen von schweren LKW in Europa. Insgesamt konnte aber die Umsatzschwäche in Nordamerika nicht kompensiert werden:

Umsatzveränderung 2016 ggü. 2015 (in Mio. €)

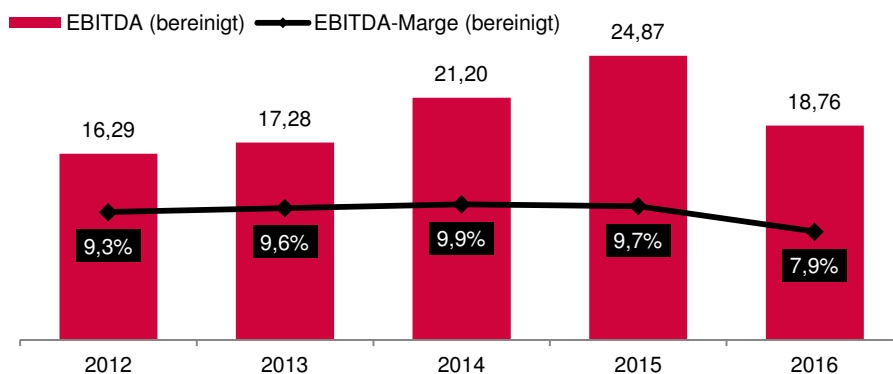


Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Ergebnisentwicklung 2016

Analog zum Umsatzrückgang lag das EBITDA mit 18,73 Mio. € (VJ: 21,01 Mio. €) unterhalb des Vorjahreswertes. Auf der niedrigeren Umsatzbasis kletterte sogar die EBITDA-Marge auf 7,9 % (VJ: 7,7 %). Allerdings gilt es insbesondere beim Wert des Geschäftsjahres 2015 außerordentliche Effekte zu berücksichtigen, welche sich belastend auf das EBITDA ausgewirkt hatten. Während sich die ergebnisbeeinflussenden Effekte in 2016 weitestgehend gegenseitig kompensiert haben und daher keinen nennenswerten Einfluss auf das EBITDA hatten, war das operative Ergebnis des Geschäftsjahres 2015 von Währungsverlusten aus Beschaffungsvorgängen (ca. 2,0 Mio. €) und von Mehrkosten aus der Insolvenz eines Lieferanten (ca. 1,4 Mio. €) negativ beeinflusst. Werden diese Sondereffekte herausgerechnet, dann reduzierte sich das bereinigte EBITDA von 24,87 Mio. € (GJ 2015) um 24,6 % auf 18,76 Mio. € (GJ 2016):

Bereinigtes EBITDA (in Mio. €) und bereinigte EBITDA-Marge (in %)

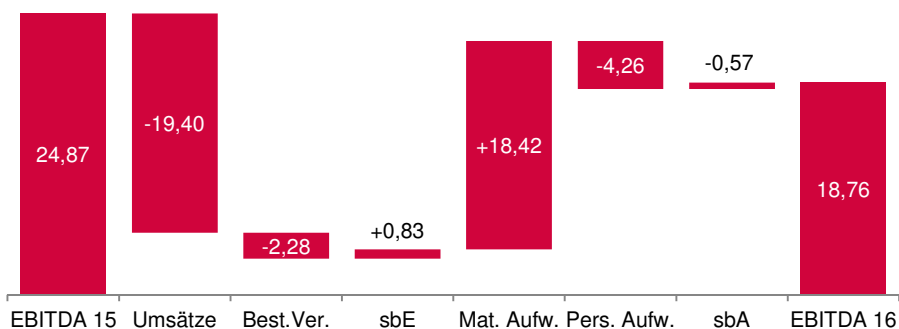


Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Die rückläufige EBITDA-Entwicklung ist insbesondere eine Folge der deutlich rückläufigen Umsätze in Nordamerika, wodurch ein Teil der Fixkosten der hier tätigen Gesellschaften nicht gedeckt werden konnten. Darüber hinaus weist die MS-Gruppe, trotz der rückläufigen Umsatzentwicklung, einen deutlichen Ausbau beim Personalaufwand auf 60,51 Mio. € (VJ: 56,25 Mio. €) auf. Dieser Anstieg in Höhe von 7,6 % basiert auf einem Ausbau des Personalstands in Höhe von 7,8 % auf 1.131 festangestellte Mitarbeiter (VJ:

1.049). Der starke Personalanstieg ist vor dem Umfeld des Umzugs in das neue Gebäude in Trossingen zu sehen und ist dementsprechend überproportional ausgefallen. Zudem wurden verstärkt Vertriebsmitarbeiter für den Ultraschall-Bereich eingestellt.

Bereinigte EBITDA-Brücke (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Es wird dabei ersichtlich, dass die rückläufige EBITDA-Entwicklung in erster Linie eine Folge der rückläufigen Umsätze (insbesondere USA) und der gestiegenen Aufwendungen beim Personalaufwand ist. Dem steht jedoch ein deutlicher Rückgang bei den bereinigten Materialaufwendungen in Höhe von 18,42 Mio. € gegenüber, was insbesondere eine Verbesserung der bereinigten Rohertragsmarge auf 48,3 % (VJ: 45,6 %) nach sich gezogen hat. Der insgesamt veränderte Produktmix mit einem zunehmenden Anteil der Umsätze im Ultraschall-Segment hat zu einem deutlichen Anstieg der Rohertragsmarge geführt. Sofern das Powertrain-Segment in den USA wieder an Fahrt gewinnt, sollte die Rohertragsmarge wieder etwas niedriger ausfallen.

Trotz der insgesamt rückläufigen Geschäftsentwicklung war die MS-Gruppe in der Lage, einen deutlichen Anstieg beim Nachsteuerergebnis auf 4,46 Mio. € (VJ: 3,46 Mio. €) zu erreichen. Hier profitierte die Gesellschaft einerseits von einer nachhaltigen Verbesserung der Finanzierungsbedingungen, was zu einer erheblichen Minderung beim Finanzaufwand auf 2,87 Mio. € (VJ: 3,77 Mio. €) geführt hat. Die im Juli 2016 erfolgte planmäßige Rückführung der 23,0 Mio. €-Unternehmensanleihe der MS Spaichingen GmbH, die mit einem Kupon von 7,25 % ausgestattet war, wurde durch sehr zinsgünstige und langfristige Bankkredite finanziert. Im abgelaufenen Geschäftsjahr sind damit anteilig die ersten Zinseinsparungen aus der allgemeinen Verbesserung der Finanzierungsbedingungen ersichtlich. Im laufenden Geschäftsjahr 2017 ist durch die ganzjährige Auswirkung gegenüber 2015 eine Zinseinsparung von rund 1,3 Mio. € möglich.

Darüber hinaus profitierte die Gesellschaft von einem deutlichen, jedoch temporären Rückgang bei den Steueraufwendungen auf 0,19 Mio. € (VJ: 2,85 Mio. €). Hierbei handelt es sich zu einem großen Teil um Steuerrückerstattungen (R&D Credits) im Zusammenhang mit Forschungsaufwendungen, die in den USA angefallen waren. Dies ist ein einmaliger Steuerertrag, so dass im laufenden Geschäftsjahr 2017 wieder Steueraufwendungen anfallen werden.

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2016

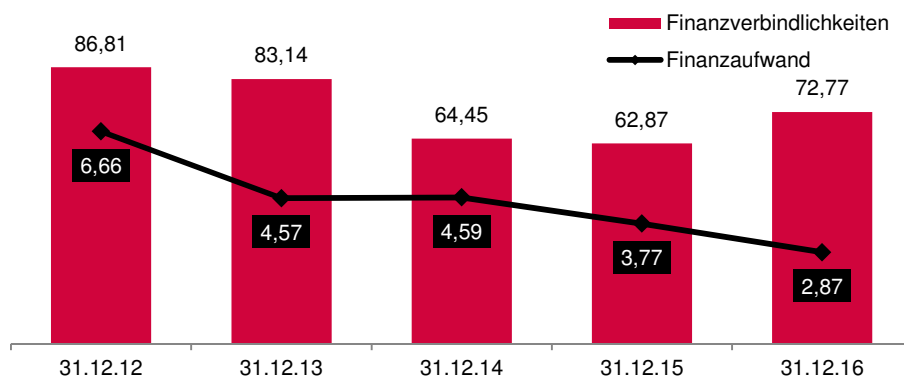
in Mio. €	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
Eigenkapital	47,25	47,21	51,79
EK-Quote (in %)	34,2 %	31,6%	33,7%
Operatives Anlagevermögen	53,00	62,53	67,95
Net Working Capital	34,58	29,32	35,90
Cashflow (operativ)	6,81	22,23	7,07
Cashflow (Investition)	-0,44	-19,53	-7,45
Cashflow (Finanzierung)	-7,31	-3,84	-0,44

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Die MS-Gruppe hat in den vergangenen Geschäftsjahren eine Reihe von Maßnahmen eingeleitet und größtenteils umgesetzt, um für das erwartete künftige Wachstum gerüstet zu sein. Allen voran ist der im abgelaufenen Geschäftsjahr 2016 final erfolgte Umzug des Powertrain-Segments an den neuen Standort in Trossingen zu nennen. Damit verbunden stehen die erfolgten planmäßigen Investitionen, welche in Höhe von rund 12,3 Mio. € größtenteils auf den Stammsitz in Spaichingen/Trossingen angefallen sind. Dementsprechend legte das operative Anlagevermögen auf 67,95 Mio. € (31.12.15: 62,53 Mio. €) leicht zu und war damit hauptverantwortlich für die leichte Bilanzsummenausweitung auf 153,80 Mio. € (VJ: 149,61 Mio. €). Ein Teil der Investitionen erfolgte in Höhe von ca. 9,5 Mio. € als nicht zahlungswirksames Finanzierungsleasing. Die Phase hoher Investitionen dürfte aber mit der abgelaufenen Berichtsperiode abgeschlossen sein. Gemäß Unternehmensprognose sind, vor dem Hintergrund der weitestgehend abgeschlossenen Wachstumsinvestitionen, für das laufende Geschäftsjahr 2017 lediglich Investitionen in Höhe von 7,7 Mio. € geplant, eine Größenordnung, die deutlich unterhalb der Vorjahreswerte liegt und größtenteils mit Ersatzinvestitionen in Verbindung stehen dürfte.

Auf der Passivseite sind wichtige Weichenstellungen hinsichtlich der künftigen Finanzierungsstrategie erfolgt. Ein Hauptbestandteil dessen ist die Refinanzierung der mit einem vergleichsweise hohen Zinskupon in Höhe von 7,25 % ausgestatteten Unternehmensanleihe der MS Spaichingen GmbH. Die Rückzahlung des ausstehenden Volumens in Höhe von 23,0 Mio. € erfolgte planmäßig im Juli 2016. Im Gegenzug wurden neue zinsgünstige Bankkredite (Verzinsung < 2,0 %) vereinbart und in Anspruch genommen. Dementsprechend legten die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten auf 46,60 Mio. € (VJ: 20,96 Mio. €) zu. Trotz des damit einhergehenden Anstiegs bei den Finanzverbindlichkeiten, dürften die verbesserten Konditionen zu rückläufigen Finanzaufwendungen führen. Diese Tendenz war bereits im abgelaufenen Geschäftsjahr 2016 teilweise sichtbar.

Finanzverbindlichkeiten und Finanzaufwendungen (in Mio. €)

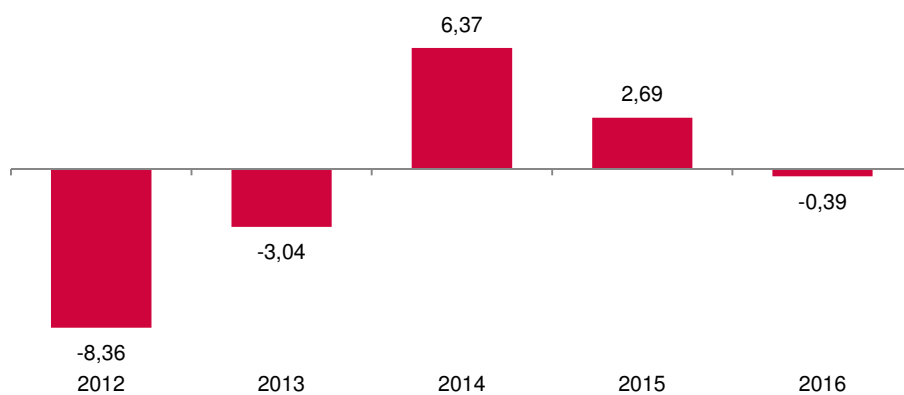


Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Insbesondere auf Grundlage einer Abnahme von Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie aus einem Rückgang kurzfristiger Rückstellungen resultiert ein stichtagsbedingter Anstieg des Working Capitals auf 35,90 Mio. € (31.12.15: 29,32 Mio. €). Eine Folge dieses Anstieges der gebundenen Liquidität ist die deutliche Minderung des operativen Cashflows auf 7,07 Mio. € (2015: 22,23 Mio. €). Der Vergleichswert des Geschäftsjahres 2015 war im Gegensatz zum Vorjahreswert von einem deutlichen, ebenfalls stichtagsbedingten, Abbau des Working Capitals geprägt.

Der niedrigere Liquiditätszufluss aus dem operativen Geschäft hatte dennoch zur Deckung des Liquiditätsbedarfes für Investitionen ausgereicht, so dass, bei einem ausgeglicheneren Finanzierungs-Cashflow, eine konstante Entwicklung der liquiden Mittel vorherrscht.

Freier Cashflow (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

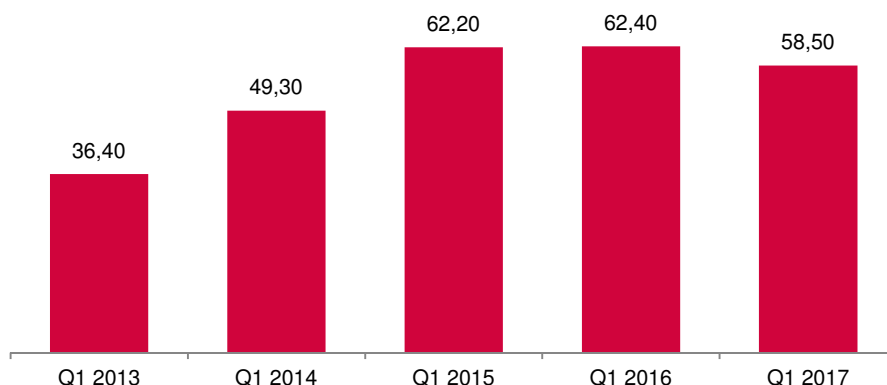
Geschäftsentwicklung Q1 2017

GuV (in Mio. €)	Q1 2016*	Q1 2017
Umsatzerlöse (bereinigt)	62,4	58,5
EBITDA (bereinigt)	5,9	3,7
EBITDA-Marge (bereinigt)	9,5%	6,3%
Periodenergebnis (bereinigt)	1,4	0,2

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG; *bereinigt um Einmaleffekte

Erwartungsgemäß haben sich die Umsatzerlöse in den ersten drei Monaten 2017 mit -6,1 % noch rückläufig entwickelt. Auch im ersten Quartal 2017 machte sich der deutliche Nachfragerückgang in der Absatzregion Nordamerika bemerkbar, so dass die Umsätze in dieser Region um 34,6 % niedriger als im Vorjahresquartal ausgefallen sind. Zwar werden anhand der wieder stark ansteigenden Zulassungszahlen von „Class 8“-Fahrzeugen deutliche Erholungstendenzen sichtbar, gemäß Angaben der MS Industrie AG, ist aber mit einem Zeitverzug von ca. einem halben Jahr zu rechnen, bis sich die steigenden Zulassungszahlen in einer steigenden Nachfrage nach MS-Produkten niederschlagen. Die deutschen Gesellschaften, als zweite wichtige Region der MS Industrie AG, haben sich hingegen planmäßig entwickelt.

Bereinigte Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Auf Basis der rückläufigen Umsatzentwicklung ergibt sich ein operativer bereinigter EBITDA-Rückgang in Höhe von 37,3 % auf 3,7 Mio. € (Q1/16: 5,9 Mio. €). Wie auch schon auf Gesamtjahresebene 2016 sind hier die rückläufigen Umsätze in Nordamerika zu erwähnen, wodurch ein Teil der Fixkosten der hier operierenden Tochtergesellschaften nicht gedeckt werden konnten. Die rückläufige operative Ergebnisentwicklung findet sich auch im deutlichen Rückgang des Periodenergebnisses auf 0,2 Mio. € (Q1/16: 1,4 Mio. €) wieder.

Mit Veröffentlichung des Q1-Berichtes 2017 hat die MS Industrie AG die im Rahmen des Geschäftsberichtes 2016 publizierte Unternehmens-Guidance nochmals bekräftigt. Auf Grundlage der bereits eingesetzten Erholung in den USA sowie auf Basis der positiven Entwicklung der Auftragsbestände per Ende April 2017 (Ultrasonic: +2%; Powertrain: +10 % ggü. VJ) wird mit einer konstanten Entwicklung beim Konzernumsatz (240 Mio. €) sowie einem unveränderten EBITDA und Jahresüberschuss gerechnet.

PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017e	GJ 2018e
Umsatzerlöse	237,50	241,06	260,35
EBITDA	18,73	18,88	20,55
EBITDA-Marge	7,9%	7,8%	7,9%
EBIT	6,30	7,23	9,23
EBIT-Marge	2,7%	3,0%	3,5%
Jahresüberschuss	4,46	4,46	5,89
EPS in €	0,15	0,15	0,20

Quelle: GBC AG

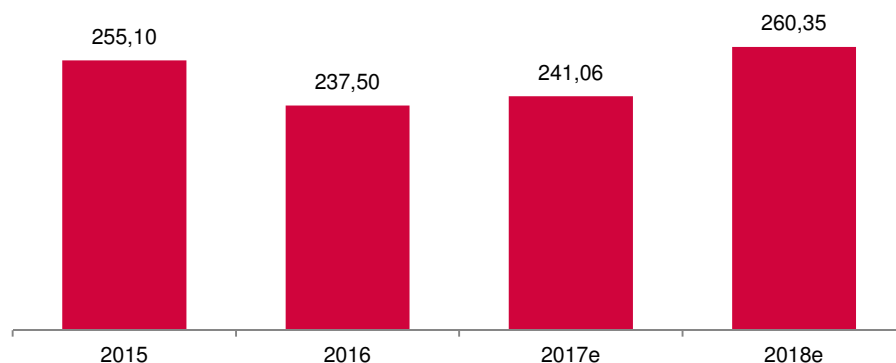
Umsatzprognosen 2017 – 2018

Nachdem der MS-Konzern im abgelaufenen Geschäftsjahr 2016 infolge deutlich eingebrochener Absatzzahlen von schweren Nutzfahrzeugen in den USA (-22,6%) von einer insgesamt rückläufigen Umsatzentwicklung (-13,5 %) geprägt war, dürfte im laufenden Geschäftsjahr 2017 eine Stabilisierung der Umsatzerlöse erreicht werden. Gemäß den nach den Q1-Zahlen bestätigten Unternehmensprognosen soll der Konzernumsatz mit 240 Mio. € dabei in etwa auf Vorjahresniveau liegen. In den USA legten im April die „Class 8“-Verkäufe gegenüber dem Vorjahresmonat um 77 % signifikant zu, was ein aussagekräftiges Indiz hinsichtlich einer schnellen Markterholung darstellt. Gemäß Unternehmensangaben ist ein Zeitversatz von ca. 6 Monaten einzuplanen, bis sich die höheren Verkaufszahlen des Gesamtmarktes positiv auf den MS-Konzern auswirken. Insofern ist es wahrscheinlich, dass die Region „Nordamerika“ ab dem zweiten Halbjahr 2017 zum Umsatzwachstum zurückkehrt.

Parallel hierzu dürfte der Powertrain-Bereich des MS-Konzerns von einer positiven Entwicklung des Nutzfahrzeugmarktes in Europa profitieren. Gemäß ACEA-Statistiken wurden im ersten Quartal 2017 europaweit 6,2 % mehr Nutzfahrzeuge (ab 16 Tonnen) zugelassen, was einer Fortsetzung der Wachstumsdynamik der vergangenen Geschäftsjahre entspricht.

Aufbauend auf den insgesamt wieder etwas positiveren Marktgegebenheiten sollte die Abbruchzahl bei den Ventiltrieben durch den MS-Großkunden Daimler bei rund 150.000 (2017e) sowie 175.000 (2018e) Einheiten liegen. Insgesamt orientieren wir uns an der vom Management publizierten Unternehmensguidance und rechnen für 2017 mit einer nur leicht steigenden Umsatzentwicklung in Höhe von 241,06 Mio. €. Die Markterholung in den USA dürfte sich erst im kommenden Geschäftsjahr vollständig entfalten und wir rechnen hier mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 8,0 % auf 260,35 Mio. €.

Umsatzprognosen Industriebeteiligungen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

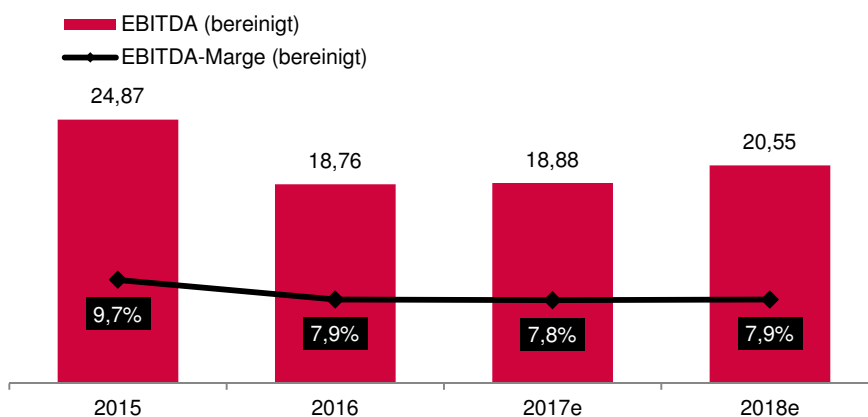
Parallel dazu sollte die Tochtergesellschaft Elektromotorenwerk Grünhain GmbH einen positiven Wachstumsbeitrag zum Powertrain-Segment leisten. Ab Mitte 2017 ist, nach Abschluss der Prototypenphase, der Einstieg in die Serienproduktion in den Markt für kundenspezifische Elektromotoren für Zwei-/Dreiräder, geplant. Darüber hinaus soll die derzeit laufende Produktion von Elektromotoren für die Industrie um weitere Produkte erweitert werden.

Schließlich wird im Segment „Ultrasonic“, innerhalb dessen in den vergangenen Geschäftsjahren neue Produkte nach „Industrie 4.0“-Standard eingeführt wurden, mit hohen organischen Wachstumsraten gerechnet. Hier profitiert die Gesellschaft zudem vom Trend zu mehr PKW-Modellen und einem höheren Kunststoffanteil im PKW. Im ersten Quartal 2017 verzeichnete der MS-Konzern in diesem Segment ein teilweise auslieferungsbedingtes und damit stichtagsbedingte Umsatzwachstum in Höhe von rund 37 % und per Ende April 2017 lag der Auftragsbestand um rund 2 % oberhalb der durchschnittlichen Auftragsbestände des Vorjahres.

Ergebnisprognosen 2017 – 2018

Gemäß Unternehmens-Guidance wird, ausgehend von einer erwarteten relativ konstanten Umsatzentwicklung, mit einem gegenüber 2016 unveränderten EBITDA gerechnet. Vor dem Hintergrund erwarteter steigender Umsatzerlöse rechnen wir für 2017 mit einem hierzu proportionalen EBITDA-Anstieg. Der MS-Konzern dürfte zwar eine rückläufige Personalaufwandsquote vorweisen, diese sollte gemäß unseren Erwartungen von einer rückläufigen Rohertragsmarge aufgezehrt werden. Bei steigenden Umsätzen im Powertrain-Bereich steigt der Materialeinsatz und dementsprechend sinkt die Rohertragsmarge.

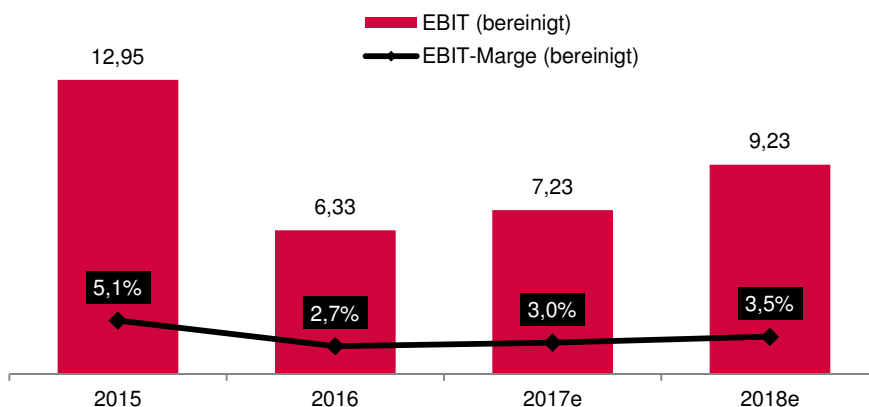
Bereinigtes EBITDA (in Mio. €) und bereinigte EBITDA-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

Von wesentlicher Bedeutung für die weitere Ergebnisentwicklung sind die rückläufigen Abschreibungen sowie vor allem die niedrigeren Finanzaufwendungen. Nachdem in den vergangenen Geschäftsjahren der wesentliche Teil der geplanten Investitionen bereits erfolgt ist, ist in den kommenden Geschäftsjahren mit einer „Normalisierung“ der Investitionen und einer damit rückläufigen Entwicklung der Abschreibungen zu rechnen. Das geplante Investitionsvolumen für 2017 beläuft sich auf ca. 7,7 Mio. €, nachdem dieses in 2016 noch bei rund 16,0 Mio. € lag. Folglich rechnen wir sogar mit einer rückläufigen Entwicklung der Abschreibungen, was einen im Vergleich zum EBITDA, überproportionalen Anstieg des EBIT zur Folge haben dürfte. Dies deckt sich auch mit der Unternehmens-Guidance, wonach für 2017 eine Verbesserung des EBIT in Aussicht gestellt wird.

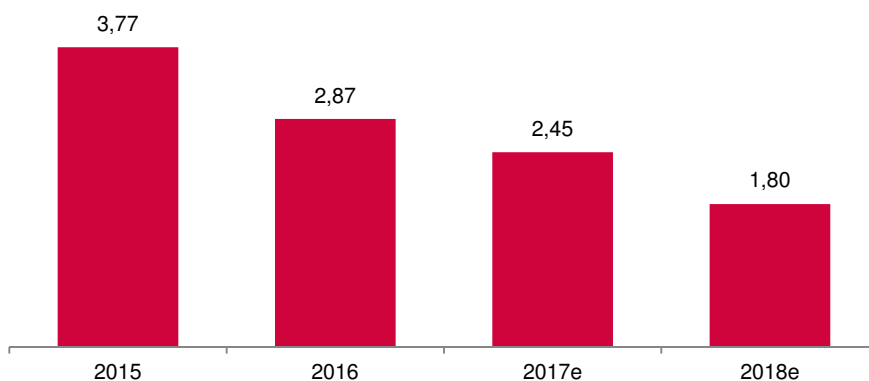
Bereinigtes EBIT (in Mio. €) und bereinigte EBIT-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

Darüber hinaus haben wir die 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:

Finanzaufwendungen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Folglich rechnen wir für 2017 trotz deutlich höherer Steueraufwendungen mit einer konstanten Entwicklung beim Nachsteuerergebnis. Im kommenden Geschäftsjahr rechnen wir infolge einer weiteren Reduktion der Finanzaufwendungen mit einem überproportionalen Anstieg 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 33,0 % 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: 1,00 %).**

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

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

Unter Verwendung der getroffenen Annahmen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten in Höhe von 9,26 % (bisher: 9,00 %) (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 8,00 %).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir einen fairen Wert von 4,30 € (bisher: 5,00 €) je Aktie ermittelt. Das niedrigere Kursziel ist hauptsächlich auf den höheren gewichteten Kapitalkosten (WACC) zurückzuführen, welche wir aufgrund eines höheren risikolosen Zinssatzes auf 8,21 % (bisher: 8,00 %) leicht angepasst haben. Darüber hinaus haben wir gegenüber unserer bisherigen Studie (siehe Researchstudie vom 21.11.2016) eine Prognosereduktion vorgenommen, was sich ebenfalls kurszielmindernd ausgewirkt hat.

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	6,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	17,4%	effektive Steuerquote im Endwert	28,0%
Working Capital zu Umsatz	13,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final End- wert
	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	241,06	260,35	268,16	276,20	284,49	293,02	301,81	310,87	
US Veränderung	1,5%	8,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	3,39	4,34	4,55	4,55	4,55	4,55	4,55	4,55	
EBITDA	18,88	20,55	26,82	27,62	28,45	29,30	30,18	31,09	
EBITDA-Marge	7,8%	7,9%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
EBITA	7,23	9,23	16,36	17,34	17,86	18,40	18,95	19,52	
EBITA-Marge	3,0%	3,5%	6,1%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,5%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-1,45	-2,58	-4,58	-4,86	-5,00	-5,15	-5,31	-5,47	
EBI (NOPLAT)	5,78	6,64	11,78	12,49	12,86	13,25	13,64	14,05	28,0%
Kapitalrendite	5,2%	6,2%	12,5%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,6%
Working Capital (WC)	36,00	34,00	34,86	35,91	36,98	38,09	39,24	40,41	
WC zu Umsatz	14,9%	13,1%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	
Investitionen in WC	-0,10	2,00	-0,86	-1,05	-1,08	-1,11	-1,14	-1,18	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	71,14	60,00	59,00	60,77	62,59	64,47	66,41	68,40	
AFA auf OAV	-11,65	-11,32	-10,45	-10,28	-10,59	-10,90	-11,23	-11,57	
AFA zu OAV	16,4%	18,9%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	
Investitionen in OAV	-7,70	-0,18	-9,45	-12,05	-12,41	-12,78	-13,16	-13,56	
Investiertes Kapital	107,14	94,00	93,86	96,68	99,58	102,56	105,64	108,81	
EBITDA	18,88	20,55	26,82	27,62	28,45	29,30	30,18	31,09	
Steuern auf EBITA	-1,45	-2,58	-4,58	-4,86	-5,00	-5,15	-5,31	-5,47	
Investitionen gesamt	-7,80	1,82	-10,31	-13,09	-13,49	-13,89	-14,31	-14,74	
Investitionen in OAV	-7,70	-0,18	-9,45	-12,05	-12,41	-12,78	-13,16	-13,56	
Investitionen in WC	-0,10	2,00	-0,86	-1,05	-1,08	-1,11	-1,14	-1,18	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	9,63	19,78	11,92	9,67	9,96	10,26	10,57	10,88	202,74

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	179,80	174,79
Barwert expliziter FCFs	63,12	48,52
Barwert des Continuing Value	116,68	126,27
Nettoschulden (Net debt)	51,21	32,48
Wert des Eigenkapitals	128,59	142,30
Fremde Gewinnanteile	0,09	0,09
Wert des Aktienkapitals	128,67	142,40
Ausstehende Aktien in Mio.	29,89	29,89
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,30	4,76

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	8,2%

Kapitalrendite	WACC				
	7,6%	7,9%	8,2%	8,5%	8,8%
13,1%	4,70	4,40	4,14	3,90	3,68
13,3%	4,80	4,49	4,22	3,97	3,75
13,6%	4,89	4,58	4,30	4,05	3,83
13,8%	4,99	4,67	4,39	4,13	3,90
14,1%	5,09	4,76	4,47	4,21	3,97

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 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), Lurgiallee 12, 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
Marcel Goldmann, M.Sc., 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



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