



Researchstudie (Anno)

MS Industrie AG



**Geschäftsjahr 2020 von der Pandemie beeinträchtigt,
Deutlich positive Tendenz für 2021 bereits sichtbar,
Deutliche Ergebnissteigerung erwartet**

Kursziel: 2,90 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

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

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*5a,7,11

Rating: KAUFEN
Kursziel 2,90 EUR
(bisher: 2,20 EUR)

Aktueller Kurs: 2,18
01.06.21/XETRA / 13:18 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005855183
WKN: 585518
Börsenkürzel: MSAG

Aktienanzahl³: 30,00
Marketcap³: 65,07
EnterpriseValue³: 110,42
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 59,0 %

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

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 21

Unternehmensprofil

Branche: Industrie

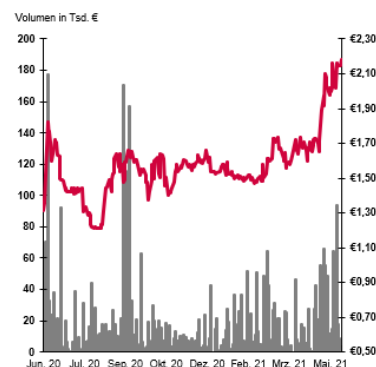
Fokus: Motoren- und Antriebstechnik,
Ultraschalltechnik

Mitarbeiter: 718 (31.03.2021)

Gründung: 1991

Firmensitz: München

Vorstand: Dr. Andreas Aufschneider, Armin Distel



Die MS Industrie AG mit Sitz in München ist die börsennotierte Muttergesellschaft einer fokussierten Industrie-Gruppe mit den Geschäftsfeldern Antriebstechnik („Powertrain Technology Group“: Systeme und Komponenten für schwere Verbrennungsmotoren sowie Hybrid- und E-Antriebe) und Ultraschalltechnik („Ultrasonic Technology Group“: Sondermaschinen, Serienmaschinen sowie Ultraschallsysteme und -komponenten). Zu den wesentlichen Kundenbranchen zählen die weltweite Nutzfahrzeug- und die Pkw-Industrie, gefolgt von der Verpackungsmaschinenindustrie und dem allgemeinen Maschinen- und Anlagenbau. Im Rahmen ihrer Strategie konzentriert sich die MS Industrie AG auf vorwiegend organisches Wachstum und Beteiligungen innerhalb der bestehenden industriellen Kernkompetenzen, flankiert durch Engagements im industriellen Immobiliensektor sowie ergänzende Dienstleistungen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2020	31.12.2021e	31.12.2022e	31.12.2023e
Umsatz	164,04	185,30	200,55	217,32
EBITDA	4,25	16,36	19,74	22,23
EBIT	-9,18	3,86	7,34	9,85
Jahresüberschuss	-7,47	1,90	4,40	6,19

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,25	0,06	0,15	0,21
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,04	0,05

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,67	0,60	0,55	0,51
EV/EBITDA	25,98	6,75	5,59	4,47
EV/EBIT	neg.	22,26	15,04	9,41
KGV	neg.	27,45	14,18	9,00
KBV	0,95			

Finanztermine

01.07.2021: Hauptversammlung 2021
August 2021: Halbjahresbericht 2021
November 2021: Q3-Bericht 2021

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
12.01.2021: RS / 2,20 / KAUFEN
26.11.2020: RS / 1,90 / KAUFEN
01.09.2020: RS / 1,90 / KAUFEN
28.05.2020: RS / 1,90 / KAUFEN
28.11.2019: RS / 3,60 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Erwartungsgemäß hat die MS Industrie AG im abgelaufenen Geschäftsjahr 2020 einen deutlichen Umsatzrückgang in Höhe von -27,6 % auf 164,06 Mio. € (VJ: 226,40 Mio. €) hinnehmen müssen. Im Powertrain-Bereich agiert die Gesellschaft als Zulieferer von Komponenten für Nutzfahrzeuge und war hier von einem starken Rückgang bei den Neuzulassungen betroffen. In 2020 wurden dabei in Europa 28,5 % weniger LKW zugelassen als im Vorjahr. Darüber hinaus war das Powertrain-Geschäft vom Wegfall der USA-Umsätze betroffen. Like-for-Like hätte der MS-Konzern einen Umsatzrückgang in Höhe von -19,4 % ausgewiesen.
- Auch im Ultraschall-Segment kam es zu einem sichtbaren Umsatzrückgang in Höhe von -19,5 %. Hier lag, insbesondere bei den Sondermaschinen, eine rückläufige Auftragslage vor, so dass die Gesellschaft gezwungen war, Kurzarbeit in Anspruch zu nehmen. Lediglich im Produktbereich Ultraschall-Systeme und Komponenten verzeichnete die MS Industrie AG eine Sonderkonjunktur (Umsatzerlöse: ca. 5,0 Mio. €) mit dem Verkauf von Systemen zum Schweißen von Masken und Schutzanzügen, diese hatte jedoch die Umsatzschwäche der anderen Produktgruppen nicht kompensiert.
- Angesichts des deutlichen Umsatzrückgangs ist der starke EBIT-Rückgang auf -9,18 Mio. € (VJ: 18,47 Mio. €) nachvollziehbar. Der Vergleich zum Vorjahreswert muss allerdings relativiert werden, da der Verkauf des US-amerikanischen Powertrain-Bereiches den Vorjahreswert deutlich positiv beeinflusst hatte. Nach Bereinigung des einmaligen Entkonsolidierungsergebnisses in Höhe von 20,55 Mio. € hätte die MS Industrie AG im Vorjahr ein EBIT in Höhe von -3,00 Mio. € ausgewiesen und damit wäre der EBIT-Rückgang deutlich niedriger ausgefallen.
- Nachdem das vergangene Geschäftsjahr 2020 stark von den pandemiebedingten Auswirkungen geprägt war, dürfte das laufende Geschäftsjahr 2021 von Erholungstendenzen geprägt sein. Gut sichtbar wird dies bereits anhand der Q1-Zahlen 2021. Zwar weist der MS-Konzern mit 41,7 Mio. € (VJ: 41,1 Mio. €) einen auf dem ersten Blick nur moderaten Umsatzanstieg auf, die Veräußerung der Tochtergesellschaft Elektromotorenwerk Grünhain GmbH (EMGR) hatte jedoch das Umsatzniveau um 4,7 Mio. € reduziert. Bereinigt um diese Transaktion hätte die MS Industrie AG einen Umsatzanstieg in Höhe von +14,6 % erreicht. Besonders hervorzuheben ist der Umstand, wonach die MS Industrie AG auf allen Ergebnisebenen wieder die Gewinnschwelle erreicht hat. Das EBIT kletterte dabei stark auf 0,90 Mio. € (VJ: -2,70 Mio. €).
- Für das laufende Geschäftsjahr rechnet der Vorstand der MS Industrie AG mit einem Konzern-Umsatz in Höhe von rund 180 Mio. €, was, bereinigt um den Verkauf der EMGR, einem Umsatzwachstum in Höhe von ca. 25 % gleichkommen würde. Im Powertrain-Bereich dürfte die Gesellschaft von den starken Erholungstendenzen am Nutzfahrzeugmarkt sowie im Ultraschall-Segment von einem Nachfrageanstieg bei Serienmaschinen und Systeme & Komponenten profitieren.
- Parallel zum Umsatzanstieg rechnet der MS-Vorstand mit einer deutlichen Steigerung des EBITDA und des EBIT. Dies sollte auch vor dem Hintergrund der umgesetzten Effizienzsteigerungen geschehen. Dabei hat ein Umzug der Powertrain-Produktion des Standortes Zittau an den Hauptstandort Trossingen stattgefunden. Damit verbunden wurde die Mitarbeiterzahl in Zittau stark reduziert und die Fläche in der Produktionshalle in Trossingen effizienter genutzt. Zudem wurde mit der neuen „Rundtakter“-Technologie die Automatisierung erhöht, unter anderem auch als Vor-

bereitung für den Neuanlauf der Achsenfertigung für die Traton-Gruppe. Die Reduktion der Personalkosten sowie die Effektivitätssteigerungen haben, gemäß Unternehmensangaben, den Break-Even-Punkt im Powertrain-Segment um etwa 20 % reduziert.

- In unseren Prognosen rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr 2021 mit Umsatzerlösen in Höhe von 185,30 Mio. €. Nachdem im kommenden Geschäftsjahr 2022 die Umsatzmarke von 200 Mio. € überschritten werden dürfte, prognostizieren wir für 2023 Umsatzerlöse in Höhe von 217,32 Mio. €. Die erwartete deutliche Steigerung des EBITDA und des EBIT sollte einerseits mit den umgesetzten Maßnahmen, der anstehenden Serienanläufe ab 2022 und der gestiegenen Automatisierung in der Produktion erreicht werden. Andererseits sollte die zunehmende Bedeutung des margenstärkeren UTG-Segments im Umsatzmix schon automatisch mit einer Rentabilitätszunahme einhergehen. Bereits in dem laufenden Geschäftsjahr 2021 sollte die MS Industrie AG auf allen Ergebnisebenen starke Steigerungen erreichen.
- Als Ergebnis des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 2,90 € (bisher: 2,20 €) ermittelt. Neben der Reduktion des WACC hat der erstmalige Einbezug der Prognosen des Geschäftsjahres 2023 in die konkrete Schätzperiode einen kurszielsteigernden Effekt. Wir vergeben unverändert das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

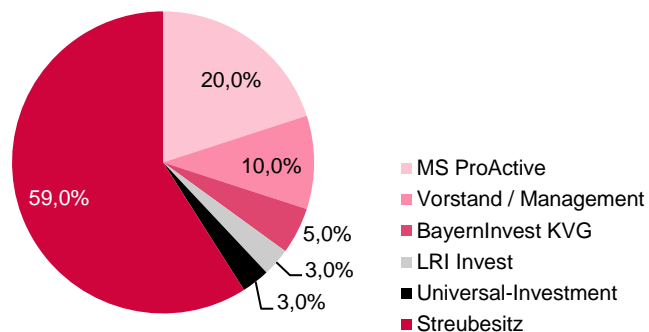
Executive Summary	2
Unternehmen	5
Aktionärsstruktur	5
Konsolidierungskreis	5
Produkte	5
MS Powertrain-Gruppe	5
MS Ultrasonic-Gruppe	6
Referenzkunden	6
Markt und Marktumfeld	7
Powertrain-Segment Europa	7
Ultraschall-Segment	8
Unternehmensentwicklung	9
Kennzahlen im Überblick	9
Geschäftsentwicklung 2020	10
Umsatzentwicklung 2020	10
Ergebnisentwicklung 2020	11
Bilanzielle und finanzielle Situation	13
Geschäftsentwicklung Q1 2021	14
Prognose und Bewertung	15
Bewertung	18
Modellannahmen	18
Bestimmung der Kapitalkosten	18
Bewertungsergebnis	18
DCF-Modell	19
Anhang	20

UNTERNEHMEN

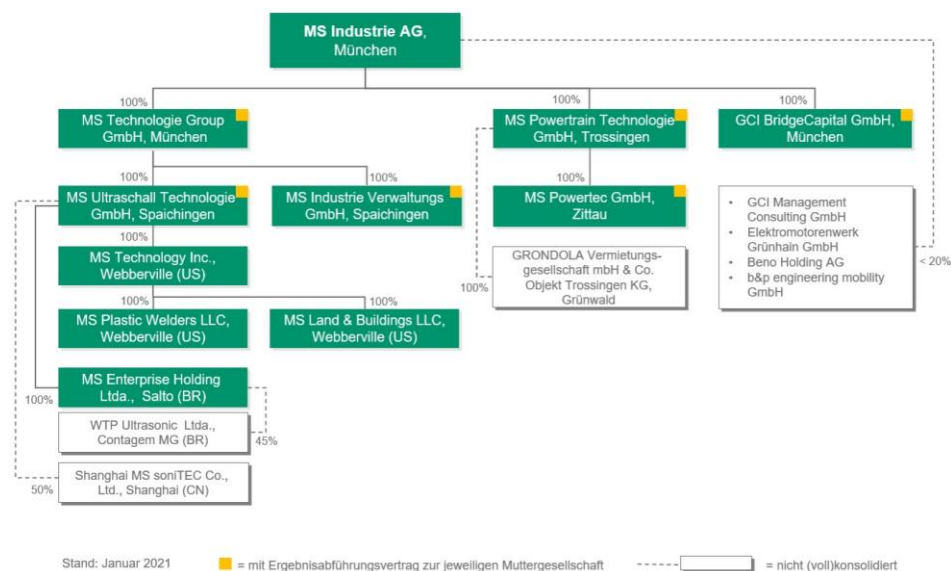
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
MS ProActive	20%
Vorstand / Management	10%
BayernInvest KVG	5%
Universal-Investment	3%
LRI Invest	3%
Streubesitz	59%

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Produkte

Die Geschäftstätigkeit der MS Industrie AG unterteilt sich in die beiden Untersegmente MS Powertrain-Gruppe und MS Ultrasonic-Gruppe:

MS Powertrain-Gruppe

Hier tritt der MS-Konzern nunmehr hauptsächlich in Europa als Lieferant kompletter Automotive-Systeme auf, welche vornehmlich für schwere Verbrennungsmotoren, in Nutzfahrzeugen oder auch in Offroad-Anwendungen zum Einsatz kommen. Innerhalb der Fertigung wird dabei von der Produktion von Kleinserien bis hin zu Großserien eine hohe Bandbreite abgedeckt. Beispielprodukte sind Kipphebel, Motorbremssysteme oder Ventiltriebe. In diesem Bereich hat die Gesellschaft mit Traton einen neuen renommierten LKW-Kunden für den Zeitraum ab 2022 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 für Verbrennungsmotoren sowie für Hybrid- und E-Antriebe 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.

Mit der Veräußerung der Tochtergesellschaft Elektromotorenwerk Grünhain GmbH (EMGR), die bislang dem Powertrain-Segment zugeordnet war, wird in diesem Segment nun ausschließlich der Automotive-Bereich adressiert. An der veräußerten Tochtergesellschaft ist der MS-Konzern derzeit noch zu 19,9 % beteiligt, was bedeutet, dass diese nun künftig, entsprechend der Beteiligungshöhe, im Finanzergebnis abgebildet sein wird.

MS Ultrasonic-Gruppe

In diesem Segment bietet die Gesellschaft Ultraschall-Sondermaschinen, Ultraschall-Systeme oder Ultraschall-Komponenten und 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.

In diesem Geschäftssegment plant das MS-Management verstärkt den Bereich der Vliesstoffe (so genannte Nonwovens) zu adressieren. Vliesstoffe werden dabei insbesondere bei der Herstellung von Atemschutzmasken, Schutzanzügen, Wundauflagen und Hygieneartikel verwendet. Ab dem vierten Quartal 2021 soll im neuen Kompetenzzentrum in Ettlingen die Forschung und Entwicklung für diesen Bereich forciert werden.

Referenzkunden



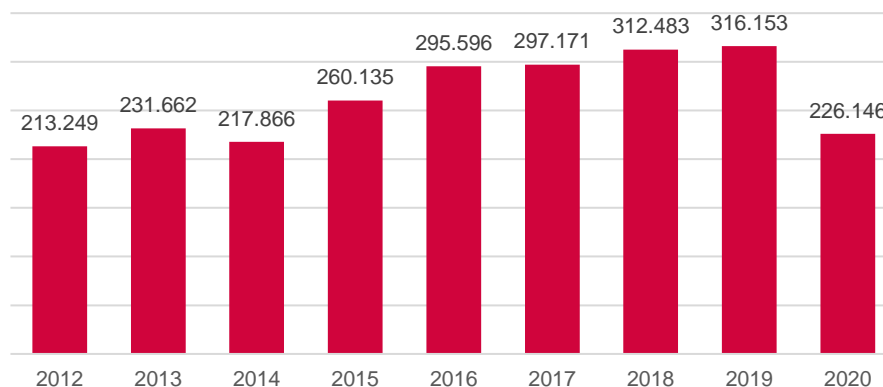
MARKT UND MARKTUMFELD

Nachdem die MS Industrie AG in 2019 das Powertrain-Geschäft in Nordamerika veräußert hat, weist die Gesellschaft im PTG-Segment derzeit eine regionale Konzentration auf Europa auf. Daher befasst sich die nachfolgende Marktbetrachtung mit den europäischen Potenzialen dieses Geschäftsbereiches, in dem die Gesellschaft als Lieferant von Automotive-Systemen für schwere Verbrennungsmotoren auftritt. Flankierend hierzu betrachten wir die Marktpotenziale des Ultraschallsegments, in dem die MS Industrie AG als Anbieter von Sonder- und Serienmaschinen für unterschiedliche Anwendungen agiert.

Powertrain-Segment Europa

Der ausschlaggebende Faktor für diesen größten Unternehmensbereich sind die Neuzulassungszahlen von schweren Nutzfahrzeugen in Europa. Nachdem in den vergangenen Jahren jeweils neue Rekordwerte bei der Zulassung von Fahrzeugen >16 Tonnen erreicht wurden, war das Pandemiejahr 2020 von einem signifikanten Einbruch der Neuzulassungen in Höhe von -28,5 % geprägt. Insbesondere die Schließungen der Produktionsstätten der wichtigsten europäischen Fahrzeughersteller hatten in den Monaten März bis Juni zu starken Absatzeinbrüchen geführt. In diesen Monaten belief sich der Neuzulassungsrückgang auf -55,3 %. Allerdings lässt sich in den darauffolgenden Monaten eine wieder deutlich positivere Entwicklung erkennen. Im zweiten Halbjahr 2020 lag die Anzahl der Neuzulassungen nur noch um -2,8 % hinter dem Vorjahreswert. Auch in den ersten drei Monaten 2021 hat sich der positive Trend mit einem starken Anstieg der Neuzulassungen schwerer Nutzfahrzeuge in Höhe von +18,1 % fortgesetzt, allerdings enthält der Vergleichswert des Vorjahres die ersten negativen pandemiebedingten Auswirkungen.

Neuzulassungen schwerer LKW (> 16 Tonnen) in der EU und UK



Quelle: ACEA; GBC AG

Daimler, als wichtigster Kunde des PTG-Segments der MS Industrie AG, weist einen im Vergleich zur dargestellten Gesamtmarktentwicklung ähnlich starken Rückgang auf. Im Bereich Trucks & Buses lag die Absatzmenge in 2020 um insgesamt -27,4 % unter dem Vorjahreswert. Allerdings hat Daimler in diesem Segment wieder eine positive Entwicklung beim Auftragseingang verzeichnet, wodurch der Auftragsbestand Ende 2020 sogar über dem 2019er Niveau liegt. Für Europa rechnet das Daimler-Management insgesamt mit einer signifikanten Verbesserung der Geschäftsentwicklung.

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, dass 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. Im neuen Kompetenzzentrum in Ettlingen soll ab dem Q4 2021 zudem die Forschung und Entwicklung für das Fügen, Prägen und Perforieren von Vliesstoffen (so genannte Nonwovens) forciert werden. Vliesstoffe kommen insbesondere bei Atemschutzmasken, Schutzanzügen, Wundauflagen und Hygieneartikel aller Art zum Einsatz.

Sondermaschinen

Im umsatzstärksten Bereich Ultraschall-Sondermaschinen werden in erster Linie Anwendungen für die Automotive-Industrie, hier insbesondere das Ultraschall-Schweißen von Instrumententafeln, Türverkleidungen, Heckspoiler etc. angeboten. Dabei profitiert die Gesellschaft vom zunehmenden Einsatz von Kunststoffen in der Automobilindustrie, die vor dem Hintergrund erforderlicher Gewichteinsparungen immer mehr an Bedeutung gewinnen. Auch Innovationen, wie etwa die neuen Elektrofahrzeuge, sind hierfür ein wichtiger Markttreiber. So besteht der BMW i3 zu etwa 40 % aus Kunststoffen. In der aktuellen von der Covid-19-Pandemie sowie angesichts des anstehenden grundlegenden Strukturwandels (Umstellung auf neue Antriebstechnologien) lassen sich derzeit Verschiebungen bei Face-Lifts oder beim Umbau/Straffung der Modellpaletten beobachten.

Serienmaschinen und Systeme

Die im Ultraschallsegment angebotene Technologie, speziell bei den von der Gesellschaft angebotenen Serienmaschinen lässt sich unter dem Oberbegriff Fügetechniken 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 fast die Hälfte 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, welcher in den vergangenen Jahren von dynamischen Wachstumsraten geprägt war.

Eine Sonderkonjunktur könnte die Gesellschaft hier insbesondere aus einer verstärkten Nachfrage nach Schutzmasken und Schutzanzügen erfahren. Auch wenn hier die kurzfristige Nachfrage im Vordergrund steht, könnte hieraus durchaus ein mittelfristiger Trend einer höheren Nachfrage nach solchen Produkten entstehen.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
Umsatzerlöse	226,40	164,04	185,30	200,55	217,32
Bestandsveränderungen	1,82	-2,09	0,00	0,00	0,00
Sonstige betriebliche Erträge	26,41	6,35	3,50	3,20	3,20
Gesamtleistung	254,63	168,29	188,80	203,75	220,52
Materialaufwand	-116,84	-79,09	-85,24	-91,85	-96,71
Rohertrag	137,79	89,21	103,56	111,90	123,81
Personalaufwand	-69,82	-58,00	-52,30	-56,56	-60,44
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-35,31	-26,96	-34,90	-35,60	-38,65
EBITDA	32,67	4,25	16,36	19,74	24,73
Abschreibungen	-14,20	-13,43	-11,40	-12,40	-13,00
EBIT	18,47	-9,18	4,96	7,34	11,73
Finanzerträge	1,15	1,06	0,35	0,70	0,80
Finanzaufwendungen	-2,65	-2,55	-2,45	-2,40	-2,30
Ergebnis aus assoziierten Unternehmen	0,58	0,12	0,10	0,10	0,10
EBT	17,56	-10,54	2,96	5,74	10,33
Ertragssteuern	-0,86	3,05	-0,59	-1,15	-3,10
Konzernjahresergebnis	16,70	-7,50	2,37	4,59	7,23
Minderheiten	0,02	0,03	0,00	0,00	0,00
Jahresüberschuss	16,72	-7,47	2,37	4,59	7,23
EBITDA	32,67	4,25	16,36	19,74	24,73
in % der Umsatzerlöse	14,4%	2,6%	8,8%	9,8%	11,4%
EBIT	18,47	-9,18	4,96	7,34	11,73
in % der Umsatzerlöse	8,2%	-5,6%	2,7%	3,7%	5,4%
Ergebnis je Aktie in €	0,56	-0,25	0,08	0,15	0,24
Dividende je Aktie in €	0,00	0,00	0,00	0,04	0,06

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2020

GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020
Umsatzerlöse	282,75	226,40	164,04
EBITDA (EBITDA-Marge)	22,78 (8,1%)	32,67 (14,4%)	4,25 (2,6%)
EBIT (EBIT-Marge)	10,76 (3,8%)	18,47 (8,2%)	-9,18 (neg.)
Jahresüberschuss	7,11	16,72	-7,47
EPS in €	0,24	0,56	-0,25

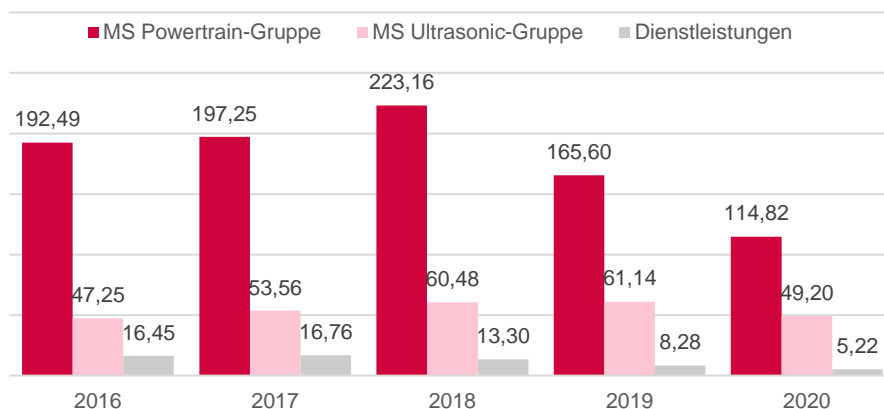
Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2020

Wie erwartet, hat die MS Industrie AG im abgelaufenen Geschäftsjahr 2020 einen deutlichen Umsatzrückgang in Höhe von -27,6 % auf 164,04 Mio. € (VJ: 226,40 Mio. €) erreicht. Im Vergleich zur Unternehmens-Guidance, die im Rahmen des letztjährigen Geschäftsberichtes Umsatzerlöse in Höhe von rund 163 Mio. € in Aussicht gestellt hatte, liegt damit fast eine Punktlandung vor. Als Zulieferer kompletter Automotive-Systeme für schwere Verbrennungsmotoren im Nutzfahrzeugbereich war die Gesellschaft vom pandemiebedingt starken Einbruch der Neuzulassungszahlen bei Nutzfahrzeugen betroffen. In 2020 wurden in Europa 28,5 % weniger LKW zugelassen als im Jahr zuvor. Aufgrund von daraus resultierenden Werkschließungen bei den Hauptkunden der Gesellschaft, hat die MS Industrie AG von Mitte März bis Mitte April 2020 die Produktion des Powertrain-Bereiches auf Minimalniveau reduziert.

Ein weiterer Aspekt der rückläufigen Umsatzentwicklung war der Wegfall des veräußerten Powertrain-Geschäftes in den USA, der noch in 2019 Umsatzerlöse in Höhe von 22,9 Mio. € beigesteuert hatte. Ohne diesen Effekt hätte der MS-Konzern einen Umsatzrückgang in Höhe von -19,4 % ausgewiesen.

Segmentbezogene Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Die Auswirkungen der Corona-Krise hatten dabei sowohl das Powertrain- als auch das Ultraschall-Segment belastet. Im Powertrain-Segment hatte der deutliche Produktionsrückgang zu einer Umsatzminderung in Höhe von -30,7 % geführt. Bereinigt um den weggefallenen Umsatzbeitrag des in 2019 veräußerten Powertrain-Bereiches in den USA läge der Umsatzrückgang bei -19,5 %.

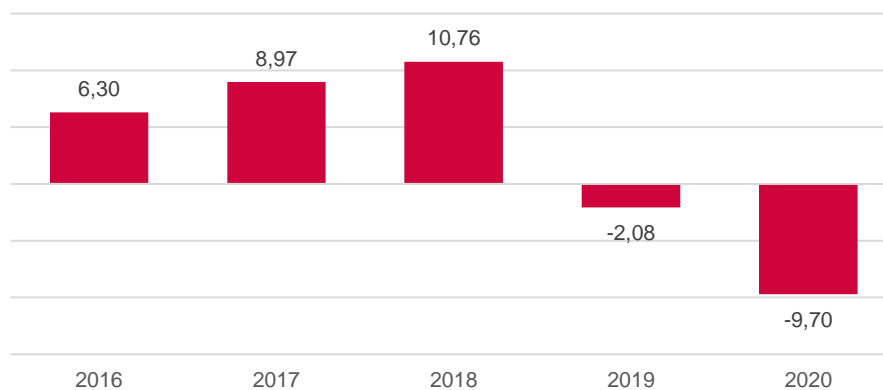
Im Ultraschall-Bereich, in dem ein gleicher Umsatzrückgang in Höhe von -19,5 % ausgewiesen wurde, musste das MS-Management, aufgrund einer rückläufigen Auftragslage im Bereich des Sondermaschinenbaus, Kurzarbeit in Anspruch nehmen. In den USA war die MS Industrie AG sogar gezwungen, Werkschließungen vorzunehmen. Der flä-

chendeckende Umbau der Modellpaletten im Hinblick auf neue Antriebe ist ein Grund dafür, dass es kaum noch neue Face-Lifts oder Updates der bestehenden Modelle gibt, was zu einer rückläufigen Nachfrage bei Ultraschall-Sondermaschinen geführt hatte. Im Bereich Serienmaschinen lag zudem ein stark eingeschränkter Vertrieb (keine Messen und Veranstaltungen etc.) vor und daher war auch hier die Umsatzentwicklung nur konstant und damit deutlich unterhalb der Erwartungen. Lediglich im Produktbereich Ultraschall-Systeme und Komponenten verzeichnete die MS Industrie AG eine Sonderkonjunktur (Umsatzerlöse: ca. 5,0 Mio. €) mit dem Verkauf von Systemen zum Schweißen von Masken und Schutzanzügen, diese hatte jedoch die Umsatzschwäche der anderen Produktgruppen nicht kompensiert.

Ergebnisentwicklung 2020

Der deutliche Umsatzrückgang hatte naturgemäß einen starken EBIT-Rückgang auf -9,18 Mio. (VJ: 18,47 Mio. €) nach sich gezogen. Auch hier hatte das Management der MS Industrie AG ein deutlich sinkendes EBIT in Aussicht gestellt, so dass die operative Ergebnisentwicklung im Rahmen der Erwartungen geblieben ist. Der Vergleich zum Vorjahreswert muss allerdings relativiert werden, da der Verkauf des US-amerikanischen Powertrain-Bereiches den Vorjahreswert deutlich positiv beeinflusst hatte. Nach Bereinigung des einmaligen Entkonsolidierungsergebnisses in Höhe von 20,55 Mio. € hätte die MS Industrie AG im Vorjahr ein EBIT in Höhe von -3,00 Mio. € ausgewiesen und damit wäre der EBIT-Rückgang deutlich niedriger ausgefallen. Im Zusammenhang mit der Veräußerung der Tochtergesellschaft Elektromotorenwerk Grünhain GmbH wurde in 2020 ein geringer außerordentlicher Ertrag in Höhe von 0,53 Mio. € erzielt.

Um Veräußerungseffekte bereinigtes EBIT (in Mio. €)



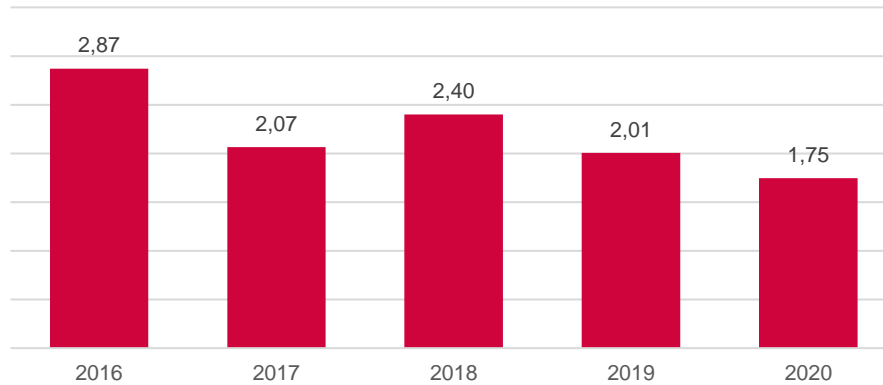
Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Zwar kam es aufgrund eines veränderten Umsatzmix zu einer Verbesserung der bereinigten Rohertragsmarge auf 54,1 % (VJ: 51,4 %), absolut gesehen minderte sich aber der bereinigte Rohertrag deutlich auf 88,68 Mio. € (VJ: 116,46 Mio. €). Selbst kurzarbeitsbedingte sowie aus der Mitarbeiterreduktion resultierende Kosteneinsparungen im Personalbereich um -16,9 % auf 58,00 Mio. € (VJ: 69,82 Mio. €) als auch die starke Minderung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen um -23,7 % auf 26,96 Mio. € (VJ: 35,31 Mio. €) hatten den starken Umsatzrückgang nicht kompensieren können.

Auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2020 hat die MS Industrie AG die rückläufige Tendenz bei den Finanzaufwendungen fortgesetzt. Nachdem der Großteil der Wachstumsinvestitionen in den vergangenen Geschäftsjahren abgeschlossen wurde, lag auch im abgelaufenen Geschäftsjahr der Fokus auf der planmäßigen Kredit-Rückführung. Darüber hinaus hat das Management der MS Industrie AG bereits vor einigen Geschäftsjahren im Rahmen von Refinanzierungsmaßnahmen eine deutliche Verbesserung der Kre-

ditkonditionen erreicht. Auf den ersten Blick liegt lediglich ein moderater Rückgang beim Finanzaufwand auf 2,55 Mio. € (VJ: 2,65 Mio. €) vor. Jedoch, bereinigt um IFRS 16-Effekte, minderten sich die Finanzaufwendungen deutlich stärker auf 1,75 Mio. € (VJ: 2,01 Mio. €):

Finanzaufwand (in Mio. €) bereinigt um IFRS 16



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Zuzüglich Finanzerträgen in Höhe von 1,18 Mio. € (VJ: 1,73 Mio. €) sowie einem aus dem negativen Vorsteuerergebnis resultierenden IFRS-Steuerertrag in Höhe von 3,05 Mio. € (VJ: -0,86 Mio. €) lag das ausgewiesene Nachsteuerergebnis bei -7,45 Mio. € (VJ: 16,72 Mio. €). Die außerordentlichen Belastungen im Zuge der Corona-Pandemie haben damit zum ersten negativen Nachsteuerergebnis seit dem Geschäftsjahr 2009 geführt.

Bilanzielle und finanzielle Situation

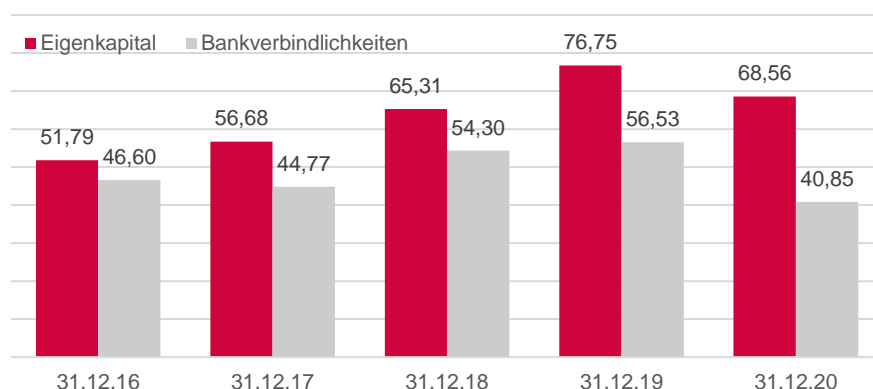
in Mio. €	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Eigenkapital (EK-Quote)	65,31 (38,2%)	76,75 (37,1%)	68,56 (40,0%)
Operatives Anlagevermögen	65,48	84,96	75,46
Net Working Capital	62,09	56,98	37,14
Finanzverschuldung	75,78	99,31	73,86
Liquide Mittel	2,26	9,18	4,46
Cashflow (operativ)	1,13	6,05	18,23
Cashflow (Investition)	-12,37	6,03	-0,61
Cashflow (Finanzierung)	5,82	-9,35	-16,49

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Mit dem negativen Nachsteuerergebnis ist auch ein Rückgang des Eigenkapitals auf 68,56 Mio. € (31.12.19: 76,75 Mio. €) verbunden. Dass dennoch die Eigenkapitalquote auf einen neuen langjährigen Bestwert von 40,0 % (31.12.19: 37,1 %) gesteigert wurde, ist der sichtbaren Bilanzverkürzung auf 171,51 Mio. € (31.12.19: 207,03 Mio. €) zu verdanken. Der Rückgang der Bilanzsumme steht dabei besonders mit einer starken Reduktion des Working Capitals auf 73,86 Mio. € (31.12.19: 99,31 Mio. €) in Verbindung. Es fand dabei sowohl ein starker Abbau ausstehender kurzfristiger Forderungen als auch ein sichtbarer Rückgang der Vorräte statt. Ein Treiber dieser Reduktion war die Entkonsolidierung der veräußerten EMGR.

Zudem hängt die Bilanzverkürzung auch mit der planmäßigen Rückführung von Kreditverbindlichkeiten zusammen. Die Reduktion der Bankverbindlichkeiten auf 40,85 Mio. € (31.12.19: 56,53 Mio. €) hatte einen entscheidenden Anteil an der deutlich niedrigeren Finanzverschuldung in Höhe von 73,86 Mio. € (31.12.19: 99,31 Mio. €). Neben den Bankkrediten sind in der Finanzverschuldung in erster Linie Leasingverbindlichkeiten, ein großer Teil davon seit 2019 im Rahmen von IFRS 16 erfasst, enthalten.

Eigenkapital und Bankverbindlichkeiten (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Die deutliche Working Capital-Minderung und die damit verbundene Reduktion der gebundenen Liquidität hatte den operativen Cashflow ungewöhnlich stark auf 18,23 Mio. € (VJ: 6,05 Mio. €) ansteigen lassen. Bereinigt um den positiven Working Capital-Effekt hätte die MS Industrie AG trotzdem noch einen positiven operativen Cashflow in Höhe von 1,49 Mio. € erreicht. Der hohe operative Liquiditätszufluss wurde für die dargestellte starke Reduktion der Bankverbindlichkeiten genutzt, wobei sich die liquiden Mittel auf 4,46 Mio. € (31.12.19: 9,18 Mio. €) gemindert haben. In 2021 wird aus der Veräußerung des Powertrain-Bereiches in den USA eine weitere Teilzahlung in Höhe von 5,32 Mio. € erwartet, was den Liquiditätsbestand wieder anheben dürfte.

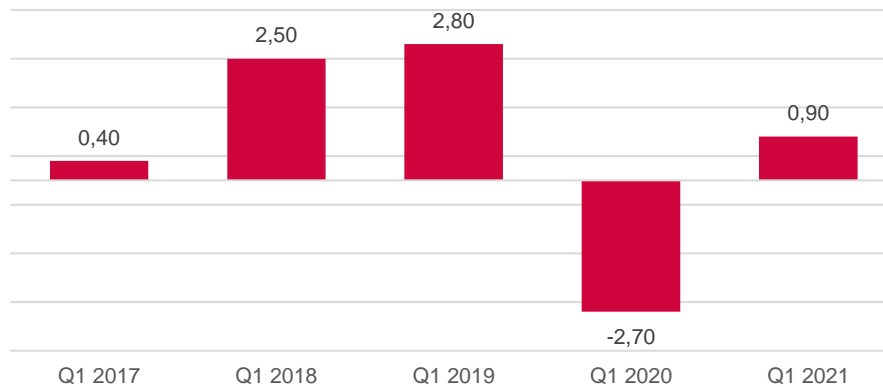
Geschäftsentwicklung Q1 2021

GuV (in Mio. €)	Q1 2019	Q1 2020	Q1 2021
Umsatzerlöse	75,0	41,1	41,7
EBITDA (EBITDA-Marge)	6,8 (9,1%)	0,6 (1,5%)	4,7 (11,2%)
EBIT (EBIT-Marge)	2,8 (3,7%)	-2,7 (neg.)	0,9 (2,2%)
EAT	1,5	-2,4	0,8

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Nach den starken pandemiebedingten Belastungen des vergangenen Geschäftsjahres hat die MS Industrie AG einen sehr guten Jahresstart hingelegt. Zwar sieht das Umsatzwachstum auf 41,7 Mio. € (Q1 20: 41,1 Mio. €) auf dem ersten Blick moderat aus, hier muss jedoch die mehrheitliche Veräußerung der Tochtergesellschaft Elektromotorenwerk Grünhain GmbH (EMGR) berücksichtigt werden. Im Vorjahr hatte diese noch Umsatzerlöse in Höhe von 4,7 Mio. € beigesteuert, so dass, like-for-like, ein Umsatzwachstum in Höhe von 14,6 % erzielt wurde. Das Management der MS Industrie AG berichtet diesbezüglich von einer deutlich nachlassenden Belastung aus der Corona-Pandemie. Unterstützt wird diese Aussage beispielsweise von den Aufholenden bei den Neuzulassungszahlen schwerer Nutzfahrzeuge. In den ersten drei Monaten 2021 wurde gemäß ACEA bei den LKW-Neuzulassungen ein Anstieg in Höhe von 18,1 % verzeichnet. Folglich entwickelte sich das Powertrain-Segment mit einem Umsatzanstieg in Höhe von +7 % bzw. like-for-like in Höhe von +27 % besonders dynamisch. Dem steht im Ultraschall-Segment, auslieferungsbedingt, ein Umsatzrückgang in Höhe von rund -10 % gegenüber.

EBIT (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Besonders hervorzuheben ist der Umstand, wonach die MS Industrie AG auf allen Ergebnisebenen wieder die Gewinnschwelle erreicht hat. Einerseits dürfte hier der Verkauf der nicht rentablen EMGR eine Rolle gespielt haben. Zudem dürfte der weiteren, aus einem verbesserten Produktmix resultierenden Verbesserung des Rohertrages auf 23,4 Mio. € (VJ: 21,5 Mio. €) und damit der Rohertragsmarge auf 56,0 % (VJ: 52,3 %) eine nur unterproportionale Kostenentwicklung gegenüber gestanden haben. Bereits im Geschäftsbericht 2020 hatte das Management der MS Industrie AG von einer Reduktion des Break-Even-Punkts im Segment Powertrain um 20 % berichtet. Erreicht wurde dies durch die EMGR-Veräußerung sowie durch die Schließung des Standortes Zittau. So lag beispielsweise die Anzahl der Mitarbeiter zum 31.03.2021 bei 718 (VJ: 1.029) und damit deutlich unterhalb des Vorjahreswertes.

PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2020	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
Umsatzerlöse	164,04	185,30	200,55	217,32
EBITDA (EBITDA-Marge)	4,25 (2,6%)	16,36 (8,8%)	19,74 (9,8%)	24,73 (11,4%)
EBIT (EBIT-Marge)	-9,18 (neg.)	4,96 (2,7%)	7,34 (3,7%)	11,73 (5,4%)
Jahresüberschuss	-7,47	2,37	4,59	7,23
EPS in €	-0,25	0,08	0,15	0,24

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Nachdem das vergangene Geschäftsjahr stark von den pandemiebedingten Auswirkungen geprägt war, dürften im laufenden Geschäftsjahr 2021 deutliche Erholungstendenzen sichtbar werden. Illustriert wird dies besonders gut von der Entwicklung der Neuzulassungszahlungen schwerer Nutzfahrzeuge (> 16 Tonnen) in Europa, die in den ersten drei Monaten 2021 um +18,1 % wieder deutlich über dem Vorjahreswert lagen. Im Gesamtjahr 2020 wurde ein signifikanter Einbruch bei den Neuzulassungen in Höhe von -28,5 % ausgewiesen. Auch wenn im laufenden Geschäftsjahr 2021 die Zulassungszahlung vor Beginn der Corona-Pandemie nicht erreicht werden, so liegen doch deutlich positive Impulse für das Powertrain-Segment der MS Industrie AG vor. Nach Unternehmensangaben liegen die Stückzahlenprognosen von Daimler, dem wichtigsten PTG-Kunden, auf Monatsbasis bereits auf Vorkrisen-Niveau. Grundsätzlich sei hier mit einem strukturellen Anstieg der Nachfrage zu rechnen, da einerseits das Durchschnittsalter der LKW weiter zugenommen hat und infolge des Wechsels auf E-Commerce die Fahrleistungen stark angestiegen sind. Zumindest für die kommenden Geschäftsjahre ist mit höheren LKW-Neuzulassungen zu rechnen. Zusätzliche Umsatzimpulse sollten ab dem kommenden Geschäftsjahr 2022 mit der Lieferung von Komponenten für schwere LKW der Traton-Gruppe erreicht werden. Bis 2026 erwartet die MS Industrie AG hieraus ein Ziel-Umsatzvolumen in Höhe von 25 – 30 Mio. €.

Der Ultraschall-Bereich sollte im laufenden Geschäftsjahr 2021 von einem Anstieg im Bereich der Serienmaschinen profitieren, wodurch ein erwarteter Rückgang der Sonderkonjunktur bei der Produktion von Schutzmasken und Schutzanzügen aufgefangen werden sollte. Mit der stärkeren Adressierung so genannter Nonwovens (Vliesstoffe), für die ab dem vierten Quartal 2021 im neuen Kompetenzzentrum in Ettlingen an der Produktionstechnologie und Produktpalette geforscht wird, sollen ab dem kommenden Geschäftsjahr 2022 Umsätze im niedrigen einstelligen Millionenbereich erwirtschaftet werden.

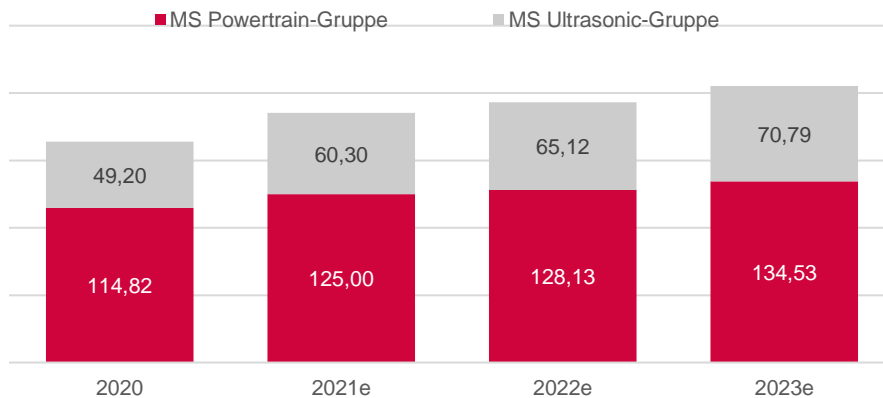
Für das laufende Geschäftsjahr rechnet der Vorstand der MS Industrie AG mit einem Konzern-Umsatz in Höhe von rund 180 Mio. €, was gegenüber dem Vorjahr ein Umsatzwachstum in Höhe von rund 10 % bedeuten würde. Zu berücksichtigen ist jedoch die per 01.01.2021 erfolgte Veräußerung der Tochtergesellschaft Elektromotorenwerk Grünhain GmbH (EMGR), die im abgelaufenen Geschäftsjahr einen Umsatz von ca. 20 Mio. € erwirtschaftet hat. Bereinigt um diese Transaktion rechnet der MS-Vorstand mit einem dynamischen Umsatzwachstum in Höhe von ca. 25%.

Neben der EMGR-Veräußerung hat die MS Industrie AG Maßnahmen zur internen Umstrukturierung vorgenommen. Dabei hat ein Umzug der Powertrain-Produktion des Standortes Zittau an den Hauptstandort Trossingen stattgefunden. Damit verbunden wurde die Mitarbeiterzahl in Zittau stark reduziert und die Fläche in der Produktionshalle in Trossingen effizienter genutzt. Zudem wurde mit der neuen „Rundtakter“-Technologie die Automatisierung erhöht, unter anderem auch als Vorbereitung für den Neuanlauf der Achsenfertigung für die Traton-Gruppe. Die Reduktion der Personalkosten sowie die Effektivitätssteigerungen haben, gemäß Unternehmensangaben, den Break-Even-Punkt im Powertrain-Segment um etwa 20 % reduziert. Vor diesem Hintergrund rechnet das

Management für 2021, bei einem moderaten Anstieg der Rohertragsmarge, mit einer deutlichen Steigerung des EBITDA und EBIT.

Analog zur Unternehmens-Guidance rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr mit Umsatzerlösen in Höhe von 185,30 Mio. €. Bereinigt um die EMGR-Veräußerung sollte der MS-Konzern im PTG-Segment ein besonders dynamisches Umsatzwachstum in Höhe von über 30 % auf rund 125,00 Mio. € erreichen. Im Vergleich zum UTG-Segment, für das wir für 2021 ein Umsatzwachstum in Höhe von 22,6 % unterstellen, rechnen wir im PTG-Bereich dabei mit stärkeren Aufholeffekten. In den kommenden Geschäftsjahren sollte aber der UTG-Bereich wieder deutlich wachsen. Besondere Wachstumsimpulse sollte der MS-Konzern dabei im Bereich der Serienmaschinen, Systeme und Komponenten sowie dem neuen Produktsegment Nonwovens erreichen. In Summe sollte in 2022 die Umsatzmarke von 200 Mio. € leicht übertroffen und in 2023 mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 8,4 % Umsatzerlöse in Höhe von 217,32 Mio. € erreicht werden können.

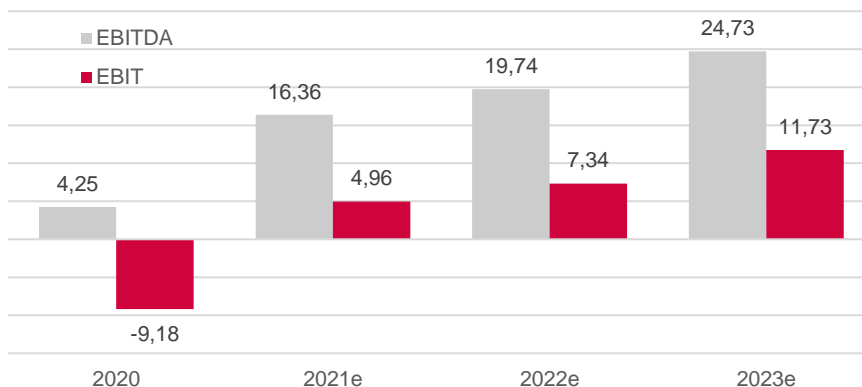
Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Die erwartete deutliche Steigerung des EBITDA und des EBIT sollte mit den umgesetzten Maßnahmen und der gestiegenen Automatisierung in der Produktion erreicht werden. Darüber hinaus würde die zunehmende Bedeutung des margenstärkeren UTG-Segments im Umsatzmix schon automatisch mit einer Rentabilitätszunahme einhergehen. Bereits in dem laufenden Geschäftsjahr 2021 sollte die MS Industrie AG auf allen Ergebnisebenen deutlich wachsen.

EBITDA und EBIT (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Hinweis: auf der diesjährigen Hauptversammlung beabsichtigt die Gesellschaft über die Möglichkeit zur Sachausschüttung, insbesondere durch Ausschüttung von Anteilen an Tochtergesellschaften, abstimmen zu lassen. Damit würde die gesellschaftsrechtliche Voraussetzung geschaffen werden, um beispielsweise Anteile an der MS Ultraschall Technologie GmbH auszuschütten. Auch wenn es eine denkbare und nachvollziehbare Option ist, liegen uns derzeit keine Informationen vor, ob eine Abspaltung der Ultraschall-Tochter geplant ist.

Bewertung

Modellannahmen

Die MS Industrie AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2021 bis 2023 in Phase 1, erfolgt von 2024 bis 2028 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 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 0,25 % (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 1,67 (bisher: 1,67).

Unter Verwendung der getroffenen Annahmen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten in Höhe von 9,44 % (bisher: 10,19 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90,0 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,73 % (bisher 9,40 %).

Bewertungsergebnis

Als Ergebnis des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 2,90 € (bisher: 2,20 €) ermittelt. Neben der Reduktion des WACC hat der erstmalige Einbezug der Prognosen des Geschäftsjahres 2023 in die konkrete Schätzperiode einen kurszielsteigernden Effekt.

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	11,4%	ewige EBITA - Marge	7,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	20,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	25,3%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	185,30	200,55	217,32	223,84	230,56	237,47	244,60	251,93	
US Veränderung	13,0%	8,2%	8,4%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,42	2,82	3,34	3,78	4,24	4,70	5,16	5,60	
EBITDA	16,36	19,74	24,73	25,47	26,23	27,02	27,83	28,67	
EBITDA-Marge	8,8%	9,8%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	
EBITA	4,96	7,34	11,73	12,47	14,43	16,18	17,75	19,20	
EBITA-Marge	2,7%	3,7%	5,4%	5,6%	6,3%	6,8%	7,3%	7,6%	7,5%
Steuern auf EBITA	-0,99	-1,47	-3,52	-3,74	-4,33	-4,85	-5,33	-5,76	
zu EBITA	20,0%	20,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	3,97	5,87	8,21	8,73	10,10	11,32	12,43	13,44	
Kapitalrendite	3,5%	4,7%	6,7%	7,3%	8,7%	10,0%	11,2%	12,3%	12,3%
Working Capital (WC)	47,20	52,00	55,00	56,65	58,35	60,10	61,90	63,76	
WC zu Umsatz	25,5%	25,9%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	
Investitionen in WC	-10,06	-4,80	-3,00	-1,65	-1,70	-1,75	-1,80	-1,86	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	76,56	71,16	65,16	59,16	54,36	50,51	47,43	44,97	
AFA auf OAV	-11,40	-12,40	-13,00	-13,00	-11,80	-10,84	-10,08	-9,46	
AFA zu OAV	14,9%	17,4%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
Investitionen in OAV	-12,50	-7,00	-7,00	-7,00	-7,00	-7,00	-7,00	-7,00	
Investiertes Kapital	123,76	123,16	120,16	115,81	112,70	110,61	109,34	108,73	
EBITDA	16,36	19,74	24,73	25,47	26,23	27,02	27,83	28,67	
Steuern auf EBITA	-0,99	-1,47	-3,52	-3,74	-4,33	-4,85	-5,33	-5,76	
Investitionen gesamt	-17,08	-8,09	-9,83	-8,48	-8,53	-8,75	-8,80	-8,86	
Investitionen in OAV	-12,50	-7,00	-7,00	-7,00	-7,00	-7,00	-7,00	-7,00	
Investitionen in WC	-10,06	-4,80	-3,00	-1,65	-1,70	-1,75	-1,80	-1,86	
Kaufpreiszahlungen	5,49	3,71	0,17	0,17	0,17	0,00	0,00	0,00	
Nicht liquiditätswirksame Effekte	-3,50	-3,50	-3,50	-3,50	-3,50	-3,50	-3,50	-3,50	
Freie Cashflows	-5,21	6,69	7,88	9,75	9,87	9,92	10,20	10,55	167,16

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	139,10	144,55
Barwert expliziter FCFs	46,03	43,36
Barwert des Continuing Value	93,06	101,19
Nettoschulden (Net debt)	52,56	47,48
Wert des Eigenkapitals	86,53	97,07
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	86,53	97,07
Ausstehende Aktien in Mio.	29,85	29,85
Fairer Wert der Aktie in EUR	2,90	3,25

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,67
Eigenkapitalkosten	9,4%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	23,9%
WACC	8,7%

Kapitalrendite	WACC				
	8,1%	8,4%	8,7%	9,0%	9,3%
11,8%	3,17	2,95	2,75	2,57	2,40
12,1%	3,25	3,03	2,82	2,64	2,47
12,3%	3,34	3,11	2,90	2,71	2,54
12,6%	3,43	3,19	2,97	2,78	2,60
12,8%	3,51	3,27	3,05	2,85	2,67

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>

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>

§ 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>

§ 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, Karin Jägg, Email: jaegg@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



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