



Researchstudie (Anno)

MS Industrie AG



- Hohe Nachfrage nach schweren Nutzfahrzeugen -
- Ultraschallsegment sollte zudem deutlich zulegen -
- Steigende Umsätze und Ergebnisse erwartet -

Kursziel: 2,50 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

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

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

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 27.05.2022 (10:43 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe der Studie: 30.05.2022 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2022

MS Industrie AG*^{5a,7,11}

Rating: KAUFEN
Kursziel 2,50 EUR
(bisher: 2,70 EUR)

Aktueller Kurs: 1,57
26.05.22 / XETRA / 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005855183
WKN: 585518
Börsenkürzel: MSAG

Aktienanzahl³: 30,00
Marketcap³: 46,80
EnterpriseValue³: 102,92
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 52,0 %

Transparenzlevel:
General Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 20

Unternehmensprofil

Branche: Industrie

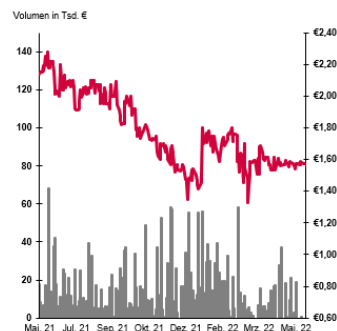
Fokus: Motoren- und Antriebstechnik,
Ultraschalltechnik

Mitarbeiter: 759 (31.03.2022)

Gründung: 1991

Firmensitz: München

Vorstand: Dr. Andreas Aufschnaiter, Armin Distel



Die MS Industrie AG mit Sitz in München ist die börsennotierte Muttergesellschaft einer fokussierten Industrie-riegruppe mit den Geschäftsfeldern Antriebstechnik („Powertrain Technology Group“ oder „PTG“: Systeme und Komponenten für schwere Verbrennungsmotoren sowie Hybrid- und E-Antriebe) und Ultraschalltechnik („Ultrasonic Technology Group“ oder „UTG“: 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 sowie auf ergänzende Dienstleistungen.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2021	31.12.2022e	31.12.2023e	31.12.2024e
Umsatz	164,67	200,73	218,63	235,99
EBITDA	9,12	16,69	23,51	26,45
EBIT	-4,43	4,19	10,31	13,45
Jahresüberschuss	-3,99	1,44	5,57	7,84

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,13	0,07	0,19	0,26
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,63	0,51	0,47	0,44
EV/EBITDA	11,29	6,17	4,38	3,89
EV/EBIT	neg.	24,54	9,99	7,65
KGV	neg.	32,61	8,40	5,97
KBV	0,69			

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
24.11.2021: RS / 2,70 / KAUFEN
09.09.2021: RS / 2,90 / KAUFEN
02.06.2021: RS / 2,90 / KAUFEN
12.01.2021: RS / 2,20 / KAUFEN
26.11.2020: RS / 1,90 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Das abgelaufene Geschäftsjahr 2021 war bei der MS Industrie AG von deutlichen Erholungstendenzen geprägt, wenngleich die Geschäftsentwicklung noch unterhalb der Erwartungen lag. Die Gesamtjahresumsätze in Höhe von 164,67 Mio. € (VJ: 164,04 Mio. €) lagen dabei sowohl unterhalb der ursprünglichen (180 Mio. €) als auch der angepassten (170 Mio. €) Unternehmens-Guidance. Auch wenn optisch eine nur konstante Umsatzentwicklung erreicht wurde, in den Vorjahresumsätzen war die zum 31.12.2020 veräußerte Tochtergesellschaft EMGR mit Umsätzen in Höhe von 18,64 Mio. € enthalten. Bereinigt hatte der MS-Konzern damit ein Umsatzwachstum in Höhe von 19,3 % erreicht.
- Die unter den Erwartungen liegende Umsatzentwicklung im Powertrain-Segment ist insbesondere auf eine Kürzung der Abrufzahlen durch den Hauptkunden Daimler im zweiten Halbjahr 2021 zurückzuführen, die aufgrund von Lieferschwierigkeiten bspw. im Chipbereich bei anderen Lieferanten erfolgt ist. Im Ultraschall-Segment lag insbesondere im Sondermaschinen-Bau, aufgrund des aktuell laufenden Strukturwandels in der PKW-Industrie, noch eine verhaltene Nachfrage vor. Analog dazu litt der Serienmaschinenbau von pandemiebedingten Einschränkungen bei den Vertriebsaktivitäten.
- Trotz einer „nur“ konstanten Umsatzentwicklung hatten das EBITDA auf 9,12 Mio. € (VJ: 4,25 Mio. €) und das EBIT auf -4,43 Mio. € (VJ: -9,18 Mio. €) jeweils deutlich zugelegt. Diese nachhaltige Rentabilitätsverbesserung hängt in erster Linie mit umgesetzten Einsparmaßnahmen (Standort Zittau geschlossen, höherer Automatisierungsgrad in Trossingen-Schura, höhere Auslastung der Produktionshalle etc.) zusammen.
- Gemäß Unternehmens-Guidance werden für das laufende Geschäftsjahr 2022 Umsatzerlöse in Höhe von rund 200 Mio. € und eine deutliche Steigerung auf allen operativen Ergebnisebenen in Aussicht gestellt. In dieser Prognose sind weitere mögliche negative Effekte im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie oder mit dem Ukraine-Krieg nicht enthalten. Grundsätzlich geht das MS-Management dabei von einer Fortsetzung der Erholung aus. Im Powertrain-Segment steht dies auch im Einklang mit der Erwartung des Großkunden Daimler-Trucks, der für dieses Jahr in Europa mit einem Anstieg der Absatzzahlen in Höhe von rund 10 % bis etwa 24 % rechnet. Zusätzliche Umsätze sollten auch mit dem Anlaufen des Traton-Auftrages generiert werden. Analog dazu sollten alle Unterbereiche des Ultraschall-Segments zum Umsatzanstieg beitragen.
- Wir haben unsere Prognosen an der Guidance ausgerichtet. Damit unterstellen wir für 2022 ebenfalls eine Beschleunigung des Umsatzwachstums. Für die Folgejahre sollte die Wachstumsdynamik zwar abnehmen, die Gesellschaft sollte aber das Umsatzniveau weiter ausbauen können. Die erwartete deutliche Steigerung des EBITDA und des EBIT sollte mit den bis Ende 2022 umgesetzten Maßnahmen und der gestiegenen Automatisierung in der Produktion erreicht werden. Darüber hinaus würde die deutlich verbesserte Auslastung im UTG-Segment schon automatisch mit einer Rentabilitätszunahme einhergehen.
- Als Ergebnis des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 2,50 € (bisher: 2,70 €) ermittelt. Die Kurszielreduktion ist dabei ausschließlich eine Folge des höheren risikolosen Zinssatzes, was zu einem leichten Anstieg der gewichteten Kapitalkosten auf 8,86 % (bisher: 8,73 %) geführt hat. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

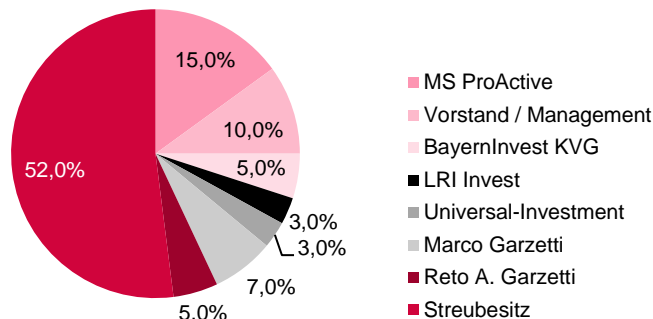
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Produkte	4
MS Powertrain-Gruppe.....	4
MS Ultrasonic-Gruppe.....	5
Referenzkunden.....	5
Markt und Marktumfeld	6
Powertrain-Segment Europa.....	6
Ultraschall-Segment.....	6
Unternehmensentwicklung.....	8
Kennzahlen im Überblick	8
Geschäftsentwicklung 2021	9
Umsatzentwicklung 2021	9
Ergebnisentwicklung 2021	10
Bilanzielle und finanzielle Situation	12
Geschäftsentwicklung Q1 2022	13
Prognose und Bewertung.....	14
Bewertung.....	17
Modellannahmen.....	17
Bestimmung der Kapitalkosten.....	17
Bewertungsergebnis.....	17
DCF-Modell.....	18
Anhang	19

UNTERNEHMEN

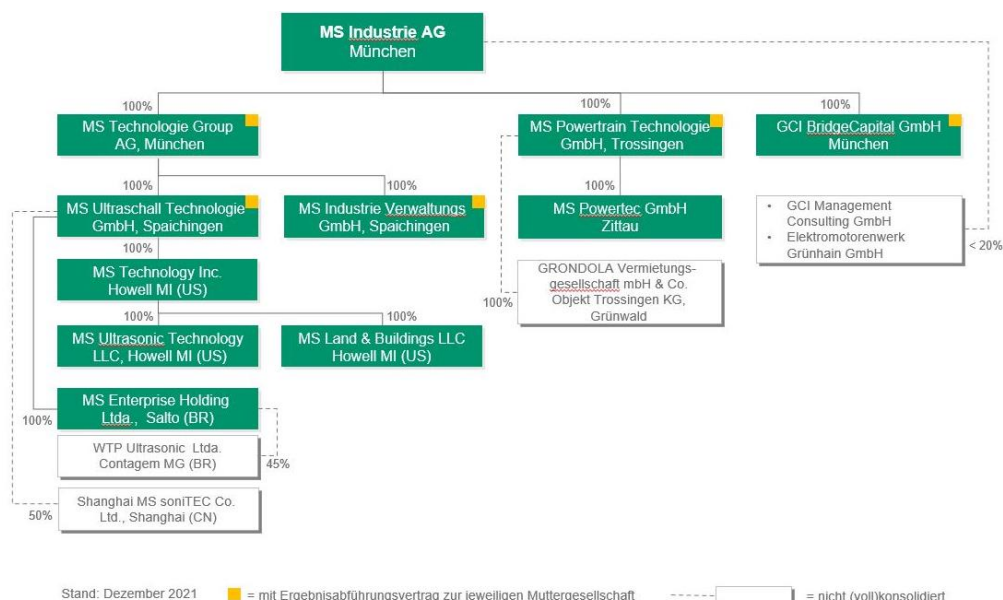
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
MS ProActive	15%
Vorstand / Management	10%
BayernInvest KVG	5%
Universal-Investment	3%
LRI Invest	3%
Marco Garzetti	7%
Reto A. Garzetti	5%
Streubesitz	52%

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: MS Industrie 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 Single-Source-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, Motorbremsysteme oder Ventiltriebe. In diesem Bereich hat die Gesellschaft unter anderem 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 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. Seit dem vierten Quartal 2021 wird im neuen Kompetenzzentrum in Ettlingen die Forschung und Entwicklung für diesen Bereich betrieben.

Referenzkunden



MARKT UND MARKTUMFELD

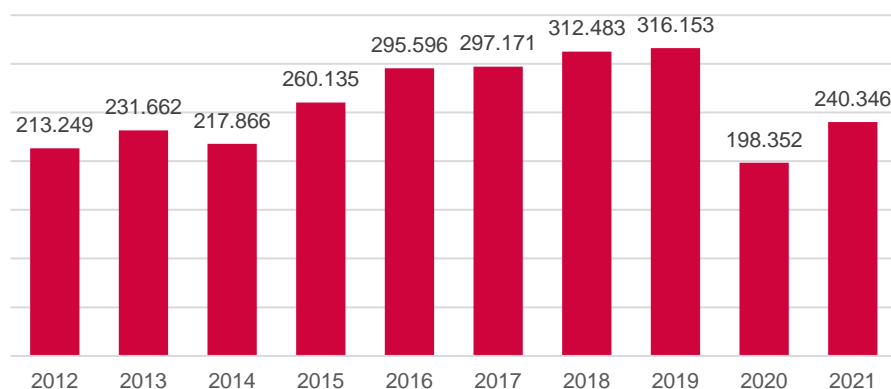
Wir haben die nachfolgende Marktbetrachtung nach den beiden Berichtssegmenten Powertrain Technology und Ultrasonic Technology aufgeteilt. Während im Powertrain-Segment eine Abhängigkeit zu den Zulassungszahlungen der größten Kunden Daimler Trucks und Traton besteht, liegen im Ultraschall-Segment unterschiedliche Markteinflüsse vor.

Powertrain-Segment Europa

In diesem größten Unternehmensbereich tritt die MS Industrie AG vornehmlich als Lieferant des Ventiltriebes für den Daimler-Weltmotor auf. Ab dem laufenden Geschäftsjahr sollte mit Beginn des Traton-Großauftrages die Abhängigkeit zu Daimler-Trucks schrittweise verringert werden. Analog zu den europäischen Gesamtzulassungszahlen hatte Daimler Trucks in 2021 im Segment Mercedes Benz (Europa und Lateinamerika) einen Anstieg der Absatzzahlen um 20,0 % auf 141.300 (VJ: 117.800) erreicht. Trotz der Engpässe bei den Zulieferketten und bei den Halbleitern kam es hier zur deutlichen Markterholung, nach dem Covid-bedingten Rückgang in 2020. Für das laufende Geschäftsjahr 2022 rechnet Daimler Trucks mit einem weiteren Anstieg der Absatzzahlen um 9,7 % - 23,9 % auf 155 Tausend – 175 Tausend. Im ersten Quartal 2022 sind die Absatzzahlen im Mercedes Benz-Segment von Daimler Trucks um 7,6 % angestiegen.

Analog zu den Daimler-Zahlen sind die markenübergreifenden LKW-Neuzulassungen in Europa in 2021 um 21,2 % auf 240.346 Einheiten (VJ: 198.352 Einheiten) deutlich angestiegen. Es wird dabei sichtbar, dass das Niveau vor der Pandemie, als über 315.000 Einheiten abgesetzt wurden, noch nicht erreicht wurde. Demnach liegen insgesamt hohe Aufholpotenziale vor.

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



Quelle: ACEA; GBC AG

Vom aktuellen Standpunkt aus, liegen für die MS Industrie AG positive Marktsignale vor, wenngleich der Ukraine-Krieg oder der weitere Verlauf der Covid-19-Pandemie noch für eine hohe Unsicherheit sorgen.

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 wird seit dem Q4 2021 zudem die Forschung und Entwicklung für das Fügen, Prägen und Perforieren von Vliesstoffen (so genannte Nonwovens) forciert betrieben. 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. Parallel zur Covid19-Pandemie und dem Strukturwandel in den letzten zwei Jahren ließen sich Verschiebungen bei Face-Lifts oder beim Umbau/Straffung/Neuausrichtung 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.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e
Umsatzerlöse	164,04	164,67	200,73	218,63	235,99
Bestandsveränderungen	-2,09	0,86	0,00	0,00	0,00
Sonstige betriebliche Erträge	6,35	5,46	3,20	3,20	3,20
Gesamtleistung	168,29	170,98	203,93	221,83	239,19
Materialaufwand	-79,09	-82,89	-97,96	-104,50	-111,62
Rohertrag	89,21	88,09	105,98	117,32	127,57
Personalaufwand	-58,00	-50,90	-53,95	-56,65	-61,00
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-26,96	-28,07	-35,33	-37,17	-40,12
EBITDA	4,25	9,12	16,69	23,51	26,45
Abschreibungen	-13,43	-13,55	-12,50	-13,20	-13,00
EBIT	-9,18	-4,43	4,19	10,31	13,45
Finanzerträge	1,06	0,79	0,60	0,50	0,50
Finanzaufwendungen	-2,55	-2,91	-3,10	-2,95	-2,85
Ergebnis aus assoziierten Unternehmen	0,12	0,26	0,10	0,10	0,10
EBT	-10,54	-6,29	1,79	7,96	11,20
Ertragssteuern	3,05	2,30	-0,36	-2,39	-3,36
Minderheiten	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00
Konzernjahresergebnis	-7,47	-3,99	1,43	5,57	7,84
EBITDA	4,25	9,12	16,69	23,51	26,45
in % der Umsatzerlöse	2,6%	5,5%	8,3%	10,8%	11,2%
EBIT	-9,18	-4,43	4,19	10,31	13,45
in % der Umsatzerlöse	-5,6%	-2,7%	2,1%	4,7%	5,7%
Ergebnis je Aktie in €	-0,25	-0,13	0,05	0,19	0,26
Dividende je Aktie in €	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2021

GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021
Umsatzerlöse	282,75	226,40	164,04	164,67
EBITDA (EBITDA-Marge)	22,78 (8,1%)	32,67 (14,4%)	4,25 (2,6%)	9,12 (5,5%)
EBIT (EBIT-Marge)	10,76 (3,8%)	18,47 (8,2%)	-9,18 (neg.)	-4,43 (neg.)
Jahresüberschuss	7,11	16,72	-7,47	-4,00
EPS in €	0,24	0,56	-0,25	-0,13

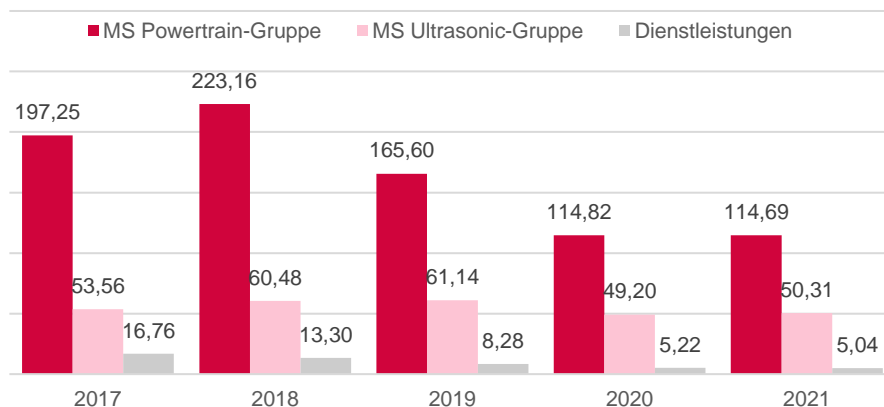
Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2021

Nachdem das erste Halbjahr 2021 bei der MS Industrie AG noch von deutlichen Erholungsanzeichen geprägt war, hatte sich das zweite Halbjahr hinter den Erwartungen entwickelt, so dass mit Gesamtjahresumsätzen in Höhe von 164,67 Mio. € (VJ: 164,04 Mio. €) eine nur konstante Entwicklung erreicht wurde. Mit Veröffentlichung des Geschäftsberichtes 2020 hatte das Unternehmens-Management einen Umsatzanstieg auf rund 180 Mio. € in Aussicht gestellt. Unterjährig wurde diese Guidance, im Rahmen des Berichtes zu den 9 Monatszahlen, auf 170 Mio. € reduziert.

Dass die Unternehmens-Erwartung und darauf basierend unsere Umsatzschätzungen (GBC-Schätzungen letzte Studie vom 24.11.2021: 170,00 Mio. €) nicht erreicht wurden, liegt an der unter den Erwartungen liegenden Entwicklung beider Geschäftsbereiche. Im Segment Antriebstechnologie kam es seitens des Großkunden „Daimler Trucks“ im zweiten Halbjahr zu einer Kürzung der Abrufzahlen sowie zu mehreren Schließtagen aufgrund fehlender Teile (Liefermangel bei Microchips). In diesem Segment lagen die Umsätze mit 114,69 Mio. € (VJ: 114,82 Mio. €) damit auf Vorjahresniveau. Allerdings müssen die Umsätze des Geschäftsjahres 2020 um die Umsätze der zum 31.12.2020 veräußerten Tochtergesellschaft Elektromotorenwerk Grünhain (EMGR) bereinigt werden. Ohne EMGR hätte die Gesellschaft im Antriebstechnologie-Segment in 2020 Umsatzerlöse in Höhe von 96,18 Mio. € ausgewiesen. Folglich hatte die Gesellschaft hier einen Anstieg der bereinigten Umsatzerlöse in Höhe von 19,3 % erreicht.

Segmentbezogene Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Im Ultraschall-Segment wurde ein Umsatzanstieg in Höhe von 2,3 % auf 50,31 Mio. € (VJ: 49,20 Mio. €) erzielt. Auch hier war die Entwicklung hinter den Erwartungen geblieben. Insbesondere im Bereich der Sondermaschinen, in dem die Gesellschaft Maschinen für die Herstellung von PKW-Teilen (bspw. für Stoßfänger, Instrumententafeln etc.) liefert, lag in 2021 weiterhin eine nur verhaltene Nachfrage vor. Nach Angaben der MS Industrie AG hängt dies mit dem Strukturwandel der PKW-Industrie zusammen, was sich

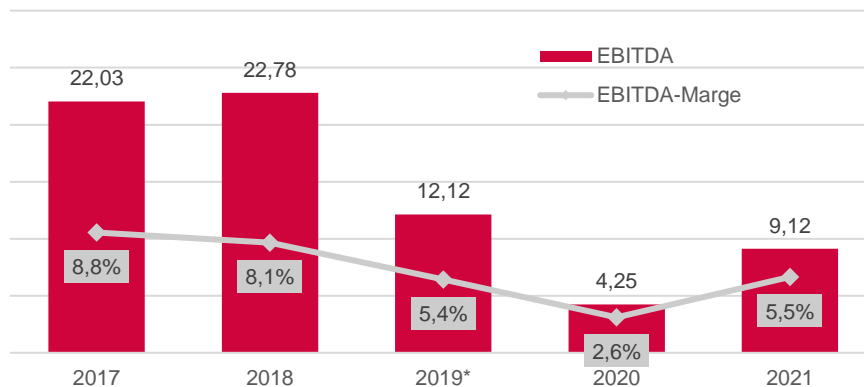
auf eine niedrigere Modellvielfalt auswirkt sowie mit einer niedrigeren Investitionsbereitschaft einhergeht. Darüber hinaus lagen auch hier Schwierigkeiten bei der Beschaffung von Komponenten und Zukaufteilen vor, was teilweise zu einer verzögerten Auslieferung von Maschinen geführt hatte.

Auch im Serienmaschinenbau des Ultraschall-Segments kam es aufgrund der vorliegenden Einschränkungen bei den Vertriebsaktivitäten zu einer Verfehlung des Umsatzziels, wenngleich ein von der Gesellschaft nicht näher beziffertes Umsatzwachstum erreicht wurde. Künftig wird der Ultraschall-Bereich um das Untersegment „Nonwovens“ (Vliesstoffe) ergänzt. Diesbezüglich wurde in 2021 in Ettlingen ein neues Kompetenzzentrum eröffnet, was mit entsprechenden Vorlaufkosten einhergegangen ist.

Ergebnisentwicklung 2021

Es ist auffällig, dass trotz konstanter Umsatzentwicklung ein deutlicher Ausbau des operativen Ergebnisses erreicht wurde. Der Anstieg des EBITDA auf 9,12 Mio. € (VJ: 4,25 Mio. €) geht mit einem Ausbau der EBITDA-Marge auf 5,5 % (VJ: 2,6 %) einher, wodurch die im vergangenen Geschäftsbericht ausgegebene Unternehmens-Guidance eines deutlichen EBITDA-Anstiegs eingetreten ist. In unserer letzten Studie (siehe Researchstudie vom 24.11.2021) hatten wir ein EBITDA in Höhe von 9,10 Mio. € prognostiziert.

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



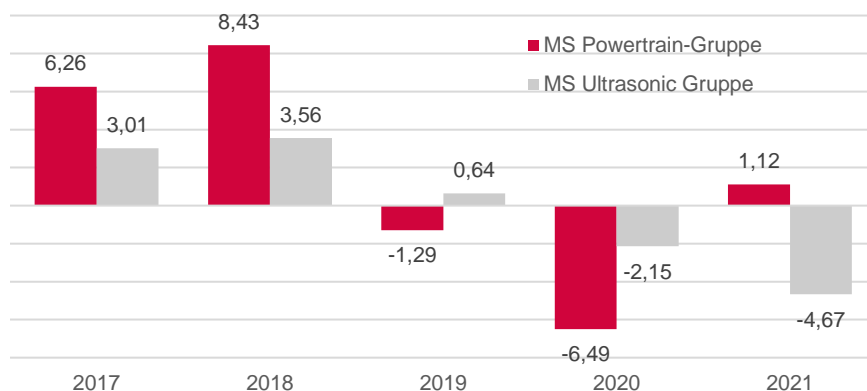
Quelle: MS Industrie AG; GBC AG; *bereinigt um Einmaleffekte aus der Veräußerung des PTG-Geschäftes in den USA

Der sichtbare EBITDA-Sprung, bei einer ähnlichen Umsatz-Ausgangslage, ist insbesondere eine Folge der umgesetzten Restrukturierungsmaßnahmen bei der MS Powertrain Group. Im Rahmen der Einsparmaßnahmen wurde einerseits der Standort Zittau geschlossen sowie andererseits die Automatisierung am Standort Trossingen-Schura (Einsatz Rundtakter-Maschinen, höhere Auslastung der Produktionshalle, neues Logistikkonzept) erhöht. Zusammen mit der Veräußerung der vormaligen Tochtergesellschaft Elektromotorenwerk Grünhain hat sich dadurch der durchschnittliche Personalbestand in 2021 auf 730 (VJ: 944) erheblich gemindert. Analog dazu hat sich der Personalaufwand auf 50,90 Mio. € (VJ: 58,00 Mio. €) reduziert, was hauptverantwortlich für den operativen Ergebnisanstieg war.

Abzüglich der Abschreibungen in Höhe von 13,55 Mio. € (VJ: 13,43 Mio. €), wovon mit 7,15 Mio. € (VJ: 7,01 Mio. €) im Zusammenhang mit Abschreibungen auf IFRS 16-Nutzungsrechte stehen, lag das EBIT mit -4,43 Mio. € (VJ: -9,18 Mio. €) unterhalb der Gewinnschwelle.

Dass die deutliche Minderung der Personalkosten und damit die überproportionale Steigerung des operativen Ergebnisses hauptsächlich im Segment Antriebstechnik angefallen war, wird anhand der segmentbezogenen EBIT-Darstellung ersichtlich. Dabei wurde im Segment Antriebstechnik mit 1,12 Mio. €, nachdem zwei Jahre in Folge ein negativer Wert erreicht wurde, erstmals wieder die Gewinnschwelle übertroffen. Demgegenüber steht im Ultrasonic-Segment ein EBIT-Rückgang auf -4,67 Mio. € (VJ: -2,15 Mio. €). Neben dem fehlenden Deckungsbeitrag bei den Ultraschall-Sondermaschinen und Serienmaschinen spielen hier auch Vorlaufkosten für den Aufbau des Geschäftsfeldes „Nonwovens“ eine wichtige Rolle.

Segmentbezogene EBIT-Entwicklung (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Ausgehend vom negativen EBIT wurde mit -4,00 Mio. € (VJ: -7,47 Mio. €) auch ein negatives Nachsteuerergebnis erzielt. Hier sind jedoch außerordentliche Sondereffekte, die sich auf -1,49 Mio. € aufsummieren, zu berücksichtigen. Um diese Sondereffekte bereinigt, hätte der MS-Konzern ein Nachsteuerergebnis in Höhe von -2,51 Mio. € ausgewiesen. Die Sondereffekte stehen einerseits mit der Rückstellung für Nachzahlungszinsen in Höhe von 0,65 Mio. € sowie andererseits mit der Zuführung zur Steuerrückstellung in Höhe von 0,84 Mio. € in Verbindung. Beide Effekte sind eine Folge einer beendeten Betriebsprüfung für die Geschäftsjahre 2013-2016 bei der Tochtergesellschaft MS Powertrain Technologie GmbH.

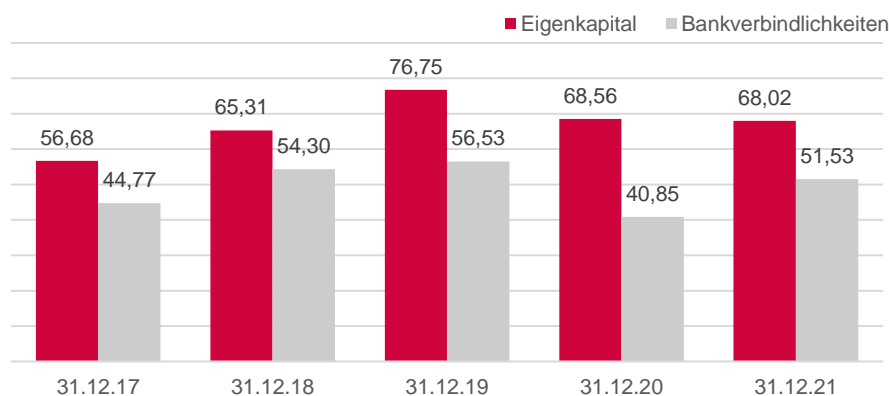
Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Eigenkapital (EK-Quote)	65,31 (38,2%)	76,75 (37,1%)	68,56 (40,0%)	68,02 (37,0%)
Operatives Anlagevermögen*	65,48	84,96	75,46	82,06
Net Working Capital	62,09	56,98	37,14	44,23
Finanzverschuldung	75,78	99,31	73,86	82,72
Liquide Mittel	2,26	9,18	4,46	6,48
Cashflow (operativ)	1,13	6,05	18,23	-3,29
Cashflow (Investition)	-12,37	6,03	-0,61	1,43
Cashflow (Finanzierung)	5,82	-9,35	-16,49	-16,80

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG; *inkl. Immobilien

Trotz des negativen Nachsteuerergebnisses in Höhe von -4,00 Mio. € hat sich das Eigenkapital mit 68,02 Mio. € (31.12.2020: 68,56 Mio. €) solide entwickelt. Neben der erneut fehlenden Dividendenausschüttung wurde im Eigenkapital (unterhalb des Nachsteuerergebnisses) ein IAS 40-Bewertungsertrag für die an die GNUTTI Carlo USA vermietete Immobilie in Webberville in Höhe von 3,47 Mio. € verbucht. Damit wurde der ergebnisbedingte EK-Rückgang nahezu ausgeglichen. Die EK-Quote minderte sich jedoch, als eine Folge der verlängerten Bilanzsumme, auf 37,0 % (31.12.2020: 40,0 %). Die Wertzuschreibung im Rahmen der Immobilienumbuchung aus dem Sachanlagevermögen hatte zu einem Anstieg des Anlagevermögens auf 82,06 Mio. € (31.12.2020: 75,46 Mio. €) geführt. Darüber hinaus hat der Anstieg des Umlaufvermögens und der liquiden Mittel zum Ausbau der Bilanzsumme beigetragen.

Eigenkapital und Finanzverschuldung (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Auf der Passivseite hat die Aufnahme von Bankkrediten die Finanzverschuldung auf 51,53 Mio. € (31.12.2020: 40,85 Mio. €) ansteigen lassen. Diese wurden insbesondere zur Finanzierung des Ausbaus des Nettoumlaufvermögens (Working Capital) verwendet. Nachdem im Vorjahr das Working Capital aufgrund des deutlichen Umsatzrückgangs reduziert wurde, kam es in 2021 zu einem gegenläufigen Effekt. Der Anstieg des Working Capitals auf 44,23 Mio. € (31.12.2020: 37,14 Mio. €) hatte zu einem Rückgang des operativen Cashflows auf -3,29 Mio. € (VJ: 18,23 Mio. €) geführt. Selbst unter Einbezug des Investitions-Cashflows in Höhe von 1,43 Mio. €, welcher insbesondere den Liquiditätszufluss aus der Veräußerung von 16,3 % an der Beno Holding AG sowie die Rückzahlung von Beteiligungsdarlehen enthält, lag der freie Cashflow mit -1,86 Mio. € (VJ: 17,62 Mio. €) deutlich unterhalb des Vorjahres. In den Geschäftsjahren 2019 und 2021 war der Investitions-Cashflow zudem vom Zugang der Kaufpreistraten aus dem Verkauf des PTG-Geschäftes in den USA geprägt.

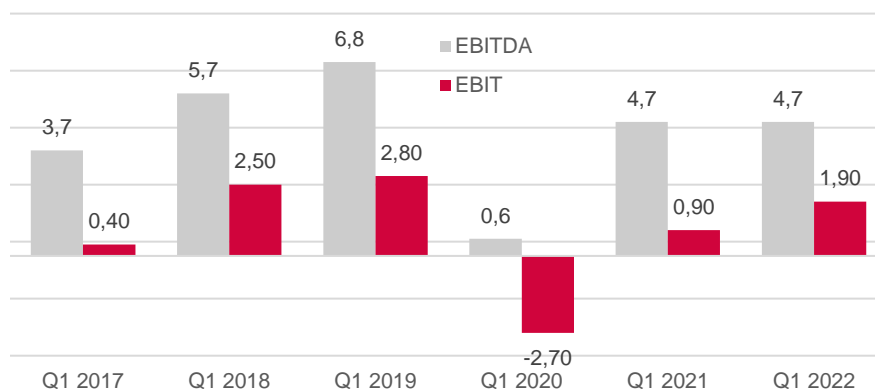
Geschäftsentwicklung Q1 2022

GuV (in Mio. €)	Q1 2019	Q1 2020	Q1 2021	Q1 2022
Umsatzerlöse	75,0	41,1	41,7	47,0
EBITDA (EBITDA-Marge)	6,8 (9,1%)	0,6 (1,5%)	4,7 (11,2%)	4,7 (10,0%)
EBIT (EBIT-Marge)	2,8 (3,7%)	-2,7 (neg.)	0,9 (2,2%)	1,9 (4,0%)
EAT	1,5	-2,4	0,8	0,9

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Der Start in das neue Geschäftsjahr 2022 ist gemäß Q1-Zahlen 2022 als vielversprechend einzustufen. Der insgesamt um 12,7 % auf 47,0 Mio. € (VJ: 41,7 Mio. €) gestiegene Konzern-Umsatz war dabei sowohl eine Folge der deutlichen Steigerung der Umsätze im Segment Antriebstechnik (+15 %) als auch im Segment Ultraschall (+6 %). Diese Entwicklung ist eine Fortsetzung der im abgelaufenen Geschäftsjahr 2021 gesehenen Tendenzen. Bereinigt um die weggefallenen EMGR-Umsätze wurde im ersten Quartal 2021 ein Umsatzwachstum in Höhe von 14,6 % erreicht, so dass damit bereits zum zweiten Mal im ersten Quartal ein zweistelliges Wachstum erreicht wurde.

EBITDA und EBIT (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Nachdem im Gesamtjahr 2021 auf EBIT- und Nachsteuerergebnis-Ebene jeweils der Break-Even nicht erreicht wurde, wurde im ersten Quartal 2022 auf allen Ergebnisebenen wieder die Gewinnschwelle übertroffen. Das EBITDA lag mit 4,7 Mio. € (VJ: 4,7 Mio. €) auf Niveau das Vorjahres und das EBIT kletterte, aufgrund rückläufiger Abschreibungen, auf 1,9 Mio. € (VJ: 0,9 Mio. €). Die angesichts des deutlichen Umsatzanstiegs nur konstante EBITDA-Entwicklung dürfte eine Folge des Produktmix sein, mit einem höheren Umsatzanteil margenschwächerer Produkte.

PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2021	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e
Umsatzerlöse	164,67	200,73	218,63	235,99
EBITDA (EBITDA-Marge)	9,12 (5,5%)	16,69 (8,3%)	23,51 (10,8%)	26,45 (11,2%)
EBIT (EBIT-Marge)	-4,43 (-2,7%)	4,19 (2,1%)	10,31 (4,7%)	13,45 (5,7%)
Jahresüberschuss	-4,00	1,43	5,57	7,84
EPS in €	-0,13	0,05	0,19	0,26

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Nachdem der MS-Konzern im abgelaufenen Geschäftsjahr, bereinigt um den Weggang der Tochtergesellschaft EMGR, einen Umsatzanstieg in Höhe von 13,3 % erreicht hatte, soll im laufenden Geschäftsjahr 2022 der Wachstumskurs fortgesetzt werden. Insgesamt wird mit einem industriellen Umsatz in Höhe von rund 200 Mio. € gerechnet, was einer Beschleunigung der Wachstumsdynamik auf dann 20 % gleichkommen würde. Zum Zeitpunkt der Unternehmens-Guidance sind mögliche negative Effekte im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie oder mit dem Ukraine-Krieg nicht abzusehen, weswegen diese von der Gesellschaft nicht in der Prognose berücksichtigt sind.

Naturgemäß dürfte die Prognose von Daimler-Trucks, als weiterhin größter Kunde des MS-Konzerns, eine wichtige Basis für die Unternehmens-Guidance darstellen. Für Europa erwartet Daimler-Trucks einen Anstieg der Absatzzahlen auf 155 bis 175 Tausend, was einem Anstieg in Höhe von 9,7 % bis 23,9 % gleichkommen würde. Zusätzliche Wachstumsimpulse sollten im Bereich Antriebstechnik aus dem bereits erfolgten Serienlauf von Ventiltriebs-Komponenten einer neuen Motorenplattform für LKW der „Traton“-Gruppe vorliegen. Bis zum Jahr 2026 erwartet die Gesellschaft aus diesem Auftrag jährliche Umsatzerlöse in Höhe von 25 bis 30 Mio. €. Ab dem laufenden Geschäftsjahr 2022 ist also mit einem graduellen Anstieg der Umsatzerlöse zu rechnen, was gleichzeitig mit einer sukzessiven Reduktion der Abhängigkeit zu Daimler einhergeht. Für das laufende Geschäftsjahr 2022 rechnen wir hieraus mit Umsatzerlösen in Höhe von 7,3 Mio. €.

Analog zum Segment Antriebstechnik sollte im Ultraschall-Bereich das Wachstumstempo ansteigen. Dies gilt insbesondere für den im letzten Geschäftsjahr noch schwächeren Bereich Ultraschall-Sondermaschinen, wo der erhöhte Auftragseingang zu einer Reduktion der Kurzarbeit geführt hatte. Gleichzeitig wurde die Produktpalette in diesem Untersegment um zusätzliche Automationslösungen erweitert, so dass weitere Umsatzpotenziale gehoben werden könnten. Gemäß Unternehmensangaben wird in diesem Bereich aufgrund der Tendenz zu neuen Modellvarianten eine deutliche Belebung der Geschäftsentwicklung erwartet.

Die anderen Untersegmente des Ultraschall-Bereiches profitieren, gemäß Angaben des MS-Konzerns, von einem grundsätzlich hohen Nachfrageniveau. Lediglich die pandemiebedingten Einschränkungen der Vertriebsaktivitäten standen hier einer noch besseren Entwicklung entgegen. Da im laufenden Geschäftsjahr die Beschränkungen eine deutlich geringere Rolle spielen dürften, sollten die Vertriebsaktivitäten intensiviert werden und damit beispielsweise im Serienmaschinenbau das Umsatzziel von rund 8 Mio. € erreichen.

Im Bereich Ultraschall-Systeme und Komponenten soll der Wachstumskurs auch nach dem Auslaufen der Pandemie beibehalten werden. Hier dürfte die Gesellschaft von Neuentwicklungen im Bereich des Schweißens recyclebarer Produkte profitieren. Darüber hinaus ist ab dem laufenden Geschäftsjahr im Geschäftsfeld „Nonwovens“, für den im Vorjahr Vorlaufinvestitionen in das neue Kompetenzzentrum in Ettlingen erfolgt sind, mit den ersten Umsatzerlösen zu rechnen. Hier dürfte die Gesellschaft von den Erfahrungen

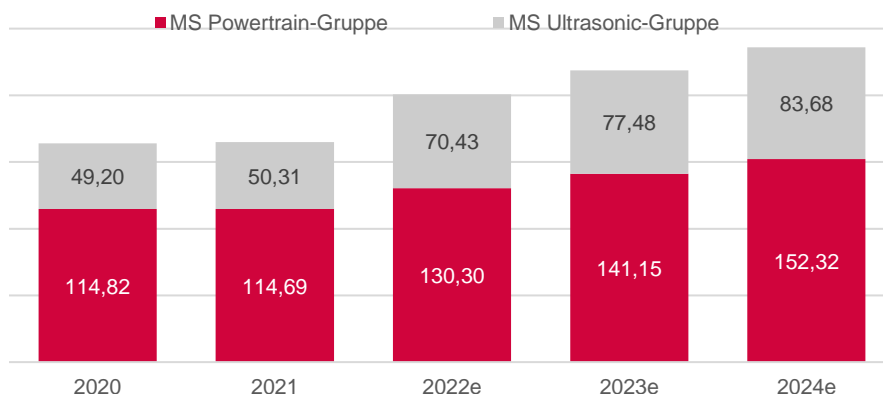
mit Systemen für die Herstellung von Masken und Schutzanzügen im Umfeld der Corona-Pandemie, profitieren.

In Summe ist demnach der von dem MS-Management in Aussicht gestellte industrielle Umsatz in Höhe von rund 200 Mio. € nachvollziehbar. Zumal die Auftragslage einen Rückschluss auf eine insgesamt positive Umsatzentwicklung ermöglicht. In der Mitteilung zum ersten Quartal 2022 berichtet das MS-Management über Auftragsbestände in Höhe von insgesamt 120 Mio. €. Dabei liegt der Auftragsbestand im Segment Ultrasonic um 25 % über den durchschnittlichen Auftragsbeständen des Vorjahres und im Segment Powertrain liegt der Auftragsbestand um rund 9 % über dem Durchschnittswert des Vorjahres.

Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir, entsprechend der Unternehmens-Guidance, mit einem Anstieg der Umsatzerlöse um 21,9 % auf 200,73 Mio. €. Unserer Ansicht nach dürfte insbesondere der Ultraschall-Bereich den größten Wachstumsbeitrag mit einem erwarteten Umsatzanstieg in Höhe von 40,0 % liefern. Hier sollte insbesondere der Unterbereich Sondermaschinenbau von der sich abzeichnenden Erholung profitieren. Darüber hinaus sollten wegfallende außerordentliche Umsätze mit Schutzmasken und Schutzanzügen von neuen Produkten sowie durch erste Umsätze mit „Nonwovens“ kompensiert werden. Im Powertrain-Segment für das wir ein Umsatzwachstum in Höhe von 7,2 % unterstellen, sollte der MS-Konzern von einer hohen Nachfrage nach schweren Nutzfahrzeugen profitieren. Darüber hinaus werden aus dem Traton-Auftrag“ erstmals nennenswerte Umsätze generiert.

Für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir mit einer rückläufigen Wachstumsdynamik, welche von beiden Geschäftssegmenten getragen werden dürfte.

Umsatzprognosen (in Mio. €)

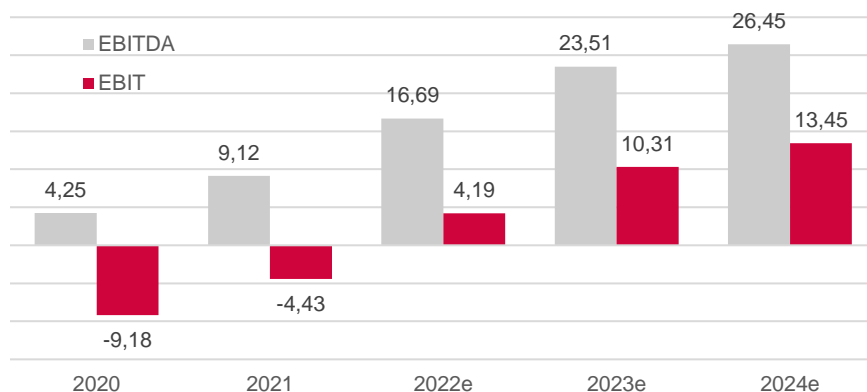


Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

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 im laufenden Geschäftsjahr 2021 sollte die MS Industrie AG auf allen Ergebnisebenen deutlich wachsen. In der Unternehmens-Guidance wird ein deutlicher Anstieg des EBITDA, des EBIT und des Vorsteuerergebnisses in Aussicht gestellt.

In unseren Prognosen unterstellen wir einen Anstieg der EBITDA-Marge, die ab dem kommenden Geschäftsjahr 2023 wieder im zweistelligen Bereich liegen sollte. Analog dazu verhält sich das von uns prognostizierte EBIT, welches in den kommenden Geschäftsjahren überproportional zum Umsatz wachsen dürfte:

EBITDA und EBIT (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Mit Corporate News vom 24.05.2022 hat die MS Industrie AG die Planungen einer möglichen Begebung einer Unternehmens-Anleihe bekanntgegeben. Da in dieser Unternehmensmitteilung lediglich über die Beauftragung zur Sondierung hinsichtlich einer Anleihebegebung informiert wird, liegen keine konkreten Daten zur Ausgestaltung oder dem Volumen der möglichen Anleihe vor. Wir gehen davon aus, dass das Anleihevolumen zumindest ein niedriges zweistelliges Mio.-Volumen haben dürfte, womit ein Teil der bestehenden Kredite zurückgeführt werden könnten. Als wichtige Information der Corporate News stufen wir die Aussage zur möglichen Tilgung ein. Demnach könnte, bei Bedarf, aus der Veräußerung nicht betriebsnotwendiger Immobilien, die Rückzahlung abgesichert. Die mögliche Anleihe ist, da diese sich noch in einem frühen Planungsstadium befindet, nicht in unseren Prognosen berücksichtigt.

Bewertung

Modellannahmen

Die MS Industrie AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2022 bis 2024 in Phase 1, erfolgt von 2025 bis 2029 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 11,2 % 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 0,40 % (bisher 0,25 %).**

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,67 (bisher: 1,67).

Unter Verwendung der getroffenen Annahmen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten in Höhe von 9,59 % (bisher: 9,44 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90,0 % unterstellen, ergeben sich gewichtete Kapitalkosten (WACC) von 8,86 % (bisher 8,73 %).

Bewertungsergebnis

Als Ergebnis des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 2,50 € (bisher: 2,70 €) ermittelt. Die Kurszielreduktion ist dabei ausschließlich eine Folge des höheren risikolosen Zinssatzes, was zu einem leichten Anstieg der gewichteten Kapitalkosten auf 8,86 % (bisher: 8,73 %) geführt 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	11,2%	ewige EBITA - Marge	7,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	14,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	23,3%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	200,73	218,63	235,99	243,07	250,36	257,87	265,61	273,58	
US Veränderung	21,9%	8,9%	7,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,12	2,33	2,54	2,71	2,90	3,10	3,30	3,50	
EBITDA	16,69	23,51	26,45	27,24	28,06	28,90	29,77	30,66	
EBITDA-Marge	8,3%	10,8%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	
EBITA	4,19	10,31	13,45	14,24	15,48	16,82	18,12	19,38	
EBITA-Marge	2,1%	4,7%	5,7%	5,9%	6,2%	6,5%	6,8%	7,1%	7,2%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,84	-3,09	-4,03	-4,27	-4,64	-5,05	-5,44	-5,82	
EBI (NOPLAT)	3,35	7,21	9,41	9,97	10,84	11,78	12,68	13,57	30,0%
Kapitalrendite	2,7%	5,1%	6,5%	6,7%	7,4%	8,1%	8,9%	9,5%	9,9%
Working Capital (WC)	46,20	52,00	55,00	56,65	58,35	60,10	61,90	63,76	
WC zu Umsatz	23,0%	23,8%	23,3%	23,3%	23,3%	23,3%	23,3%	23,3%	
Investitionen in WC	-1,97	-5,80	-3,00	-1,65	-1,70	-1,75	-1,80	-1,86	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	94,56	93,86	92,86	89,86	86,28	83,20	80,55	78,27	
AFA auf OAV	-12,50	-13,20	-13,00	-13,00	-12,58	-12,08	-11,65	-11,28	
AFA zu OAV	13,2%	14,1%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	
Investitionen in OAV	-25,00	-12,50	-12,00	-10,00	-9,00	-9,00	-9,00	-9,00	
Investitionen in WC	-1,97	-5,80	-3,00	-1,65	-1,70	-1,75	-1,80	-1,86	
Kaufpreiszahlungen	3,76	0,15	0,15	0,15	0,00	0,00	0,00	0,00	
Nicht liquiditätswirksame Effekte	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-7,36	2,27	7,57	11,47	12,72	13,10	13,53	13,99	162,79

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	140,71	150,90
Barwert expliziter FCFs	50,84	53,08
Barwert des Continuing Value	89,86	97,82
Nettoschulden (Net debt)	65,88	65,96
Wert des Eigenkapitals	74,83	84,95
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	74,83	84,95
Ausstehende Aktien in Mio.	29,90	29,90
Fairer Wert der Aktie in EUR	2,50	2,84

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,4%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,67
Eigenkapitalkosten	9,6%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	25,0%
WACC	8,9%

Kapitalrendite	WACC				
	8,3%	8,6%	8,9%	9,2%	9,5%
9,4%	2,70	2,50	2,31	2,14	1,99
9,6%	2,81	2,60	2,41	2,23	2,07
9,9%	2,92	2,70	2,50	2,32	2,16
10,1%	3,03	2,80	2,60	2,41	2,24
10,4%	3,14	2,90	2,69	2,50	2,33

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