



## **Researchstudie (Anno)**

### **MS Industrie AG**



**Umsatz- und Ergebnisprognosen übertroffen, Weiteres Wachstum erwartet, Kursziel angehoben**

**Kursziel: 5,70 €**

**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<sup>\*4,5a,11</sup>

**Rating: KAUFEN**  
**Kursziel: 5,70**

Aktueller Kurs: 3,43  
07.06.2018 XETRA / 12:00 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE0005855183  
WKN: 585518  
Börsenkürzel: MSAG

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 29,82  
Marketcap<sup>3</sup>: 102,53  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 152,00  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 54,0 %

Transparenzlevel:  
General Standard

Marktsegment:  
Regulierter Markt

Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:  
Oddo Seydler Bank AG  
Hauck & Aufhäuser

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger  
greiffenberger@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 21

### Unternehmensprofil

Branche: Industrie

Fokus: Motoren- und Antriebstechnik, Ultraschalltechnik und Elektromotoren

Mitarbeiter: 1.263 (31.12.2017)

Gründung: 1991

Firmensitz: München

Vorstand: Dr. Andreas Aufschneider, Armin Distel



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

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2017	31.12.2018e	31.12.2019e	31.12.2020e
Umsatz	250,62	271,92	285,52	294,09
EBITDA	22,03	25,05	27,63	29,67
EBIT	8,97	13,55	15,63	17,17
Jahresüberschuss	7,02	8,68	10,24	11,18

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,23	0,29	0,34	0,37
Dividende je Aktie	0,03	0,03	0,04	0,05

### Kennzahlen

EV/Umsatz	0,61	0,56	0,53	0,52
EV/EBITDA	6,90	6,07	5,50	5,12
EV/EBIT	16,95	11,22	9,72	8,85
KGV	14,61	11,81	10,01	9,17
KBV	1,81			

### Finanztermine

28.06.2018: Hauptversammlung  
August 2018: HJ-Bericht 2018  
November 2018: Q3-Mitteilung 2018

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
08.12.2017: RS / 5,20 / KAUFEN  
28.08.2017: RS / 4,70 / KAUFEN  
06.06.2017: RS / 4,30 / KAUFEN  
21.11.2016: RS / 5,00 / KAUFEN  
29.08.2016: RS / 5,50 / KAUFEN

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

## EXECUTIVE SUMMARY

- Die MS Industrie AG hat mit dem in 2017 erreichten Umsatzwachstum in Höhe von 5,5 % auf 250,62 Mio. € (VJ: 237,50 Mio. €) sowohl die innerhalb des letztjährigen Geschäftsberichtes kommunizierte Unternehmens-Guidance (240 Mio. €) als auch unsere Prognosen (241,06 Mio. €) übertroffen. Die Erholung der in 2016 noch stark eingebrochenen Nachfrage nach schweren LKWs in der Region USA/Kanada hatte bei der in den USA ansässigen MS-Tochter einen Umsatzanstieg in Höhe von 16,2 % auf 88,27 Mio. € (VJ: 75,94 Mio. €) zur Folge gehabt.
- Der Umsatzsteigerung in den USA steht ein leichter Umsatzrückgang der in Europa agierenden Gesellschaften auf 153,03 Mio. € (VJ: 155,30 Mio. €) gegenüber, was eine noch bessere Umsatzentwicklung verhindert hatte. Insgesamt ist auch hier eine positive Tendenz erkennbar. Lagen die Umsätze im ersten Halbjahr in Europa um -5,6 % unterhalb des Vorjahrswertes, kletterten die Umsätze im zweiten Halbjahr um 3,1 % und verdeutlichen damit den eingetretenen Turn-Around.
- Mit einem EBITDA-Anstieg in Höhe von 17,6 % auf 22,03 Mio. € (VJ: 18,73 Mio. €) wurden die im Vorjahr publizierten Prognosen auch auf Ergebnisebene deutlich übertroffen. Der überproportionale EBITDA-Anstieg ist unter anderem eine Folge der Verbesserung der Rohmarge, als Resultat einer weiteren Verschiebung hin zu margenstärkeren Umsätzen. Diesbezüglich hat sich der Anteil der materialintensiven Produktgruppen weiter reduziert. Erwähnenswert ist zudem der Umstand, wonach nach der Beendigung der intensiven Investitionsphase eine Rückführung teurer Finanzverbindlichkeiten stattgefunden hat, was sich stark positiv auf das Finanzergebnis ausgewirkt hat. Zwischen den Geschäftsjahren 2013 und 2017 haben sich die Finanzaufwendungen von 4,57 Mio. € auf 2,07 Mio. € mehr als halbiert. Darüber hinaus profitierte die MS-Gruppe im abgelaufenen Geschäftsjahr über die amerikanischen Tochtergesellschaften von der verabschiedeten Steuerreform in den USA, was u.a. zur erheblichen Ausweitung des Nachsteuerergebnisses auf 7,02 Mio. € (VJ: 4,46 Mio. €) geführt hat.
- Für das laufende Geschäftsjahr 2018 stellt der MS-Vorstand ein Umsatzniveau in Höhe von 270,0 Mio. € in Aussicht. Wie in den Q1-Zahlen zu sehen, dürfte die US-amerikanische Tochter im Zuge der signifikanten Markterholung den größten Wachstumsbeitrag beisteuern. Flankierend hierzu dürfte der europäische Nutzfahrzeugmarkt unverändert weiter wachsen, wenngleich hier eine deutlich geringere Dynamik vorliegt. Das Ultraschall-Segment sollte zudem von den nach Industriestandard 4.0 eingeführten Produkten profitieren und ein ebenfalls dynamisches Wachstum erreichen. Das EBITDA sowie das Nachsteuerergebnis sollten gemäß Unternehmensangaben gegenüber dem Vorjahr leicht wachsen. Darauf basierend rechnen wir mit einem Anstieg der Umsatzerlöse auf 271,92 Mio. € und erwarten für die kommenden Geschäftsjahre eine Annäherung an die Umsatzmarke von 300,0 Mio. €. Das EBITDA sollte unseren Erwartungen gemäß leicht überproportional zulegen.
- Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir einen fairen Wert von 5,70 € (bisher: 5,20 €) je Aktie ermittelt. Die Kurszielanhebung resultiert dabei aus dem erstmaligen Einbezug der 2020er Schätzungen, die eine höhere Basis für die Stetigkeitsphase unseres Bewertungsmodells darstellen. Darüber hinaus liegt ein so genannter „Roll-Over-Effekt“ vor. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau vergeben wir weiterhin das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

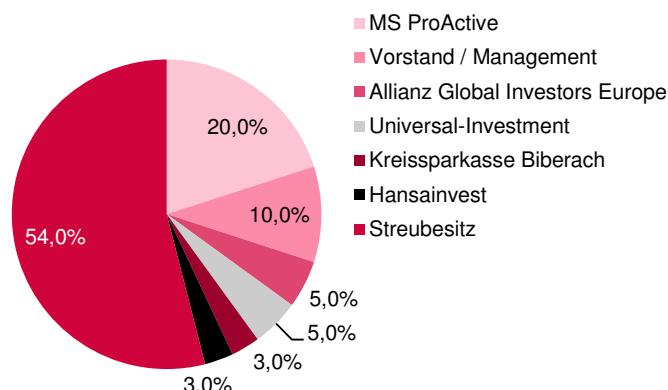
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Konsolidierungskreis .....	4
Produkte .....	4
MS Powertrain-Gruppe.....	4
MS Ultrasonic-Gruppe.....	5
Referenzkunden.....	5
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>6</b>
Nutzfahrzeugmarkt Europa .....	6
Nutzfahrzeugmarkt USA .....	7
<b>Unternehmensentwicklung.....</b>	<b>8</b>
Kennzahlen im Überblick .....	8
Geschäftsentwicklung 2017 .....	9
Umsatzentwicklung 2017 .....	9
Ergebnisentwicklung 2017 .....	10
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2017 .....	12
Geschäftsentwicklung Q1 2018 .....	14
<b>Prognose und Modellannahmen .....</b>	<b>15</b>
Umsatzprognosen 2018 – 2020 .....	15
Ergebnisprognosen 2018 – 2020 .....	16
Bewertung.....	18
Modellannahmen.....	18
Bestimmung der Kapitalkosten.....	18
Bewertungsergebnis.....	18
DCF-Modell.....	19
<b>Anhang .....</b>	<b>20</b>

## UNTERNEHMEN

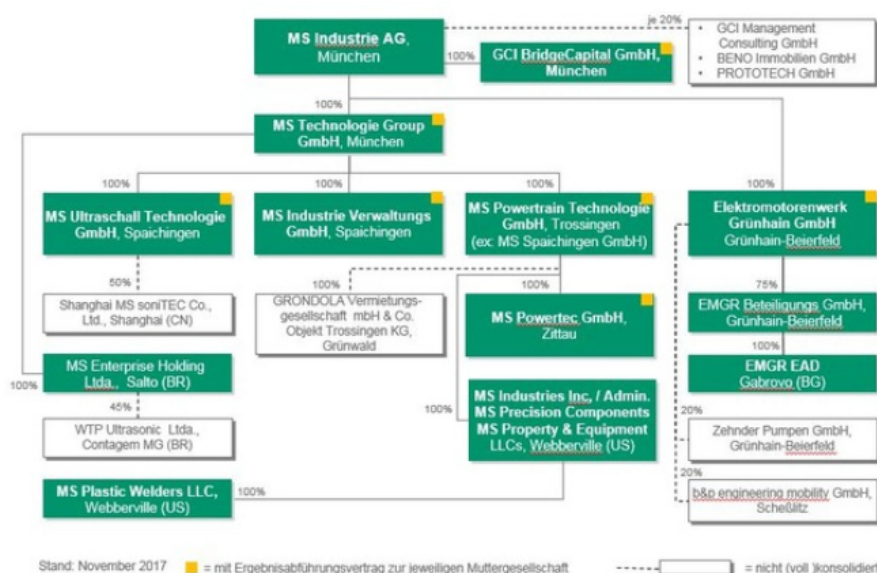
### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
MS ProActive	20%
Vorstand / Management	10%
Allianz Global Investors Europe	5%
Universal-Investment	5%
Kreissparkasse Biberach	3%
Hansainvest	3%
<b>Streubesitz</b>	<b>54%</b>

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG



### Konsolidierungskreis



### Produkte

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

#### MS Powertrain-Gruppe

Hier tritt der MS-Konzern hauptsächlich als Lieferant kompletter Automotive-Systeme auf, welche vornehmlich für schwere Dieselmotoren, in Nutzfahrzeugen oder auch in Offroad-Anwendungen zum Einsatz kommen. Innerhalb der dezentral aufgestellten Fertigung wird dabei von der Produktion von Kleinserien bis hin zu Großserien eine hohe Bandbreite abgedeckt. Beispielprodukte sind Kipphebel, Motorbremssysteme oder Ventiltriebe. So fungiert beispielsweise die MS Industrie-Gruppe als Single-Source Supplier für den Ventiltrieb des „Daimler Weltmotors“ für schwere LKW.

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

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

### **MS Ultrasonic-Gruppe**

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

### **Referenzkunden**



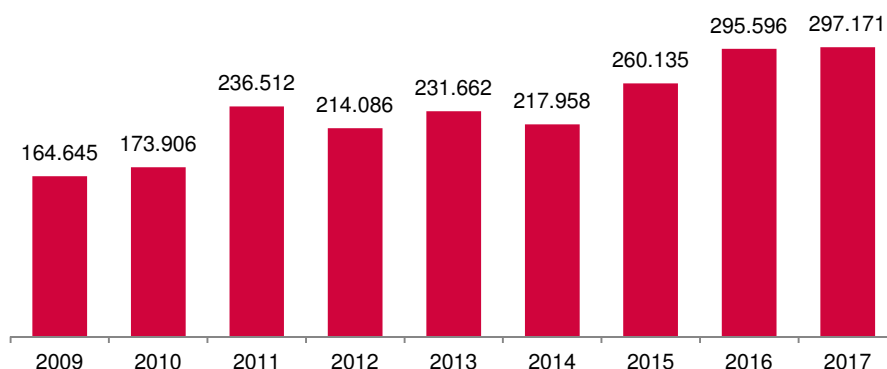
## MARKT UND MARKTUMFELD

Der MS-Konzern deckt über seine unterschiedlichen Geschäftsbereiche zwar ein breites Produktportfolio ab, womit das Unternehmen in unterschiedlichen Branchen tätig ist, es wird jedoch anhand der Umsatzaufteilung ein klarer Fokus auf die Motoren- und Antriebstechnik, insbesondere in Europa und Nordamerika ersichtlich. Auch wenn über den Geschäftsbereich MS Ultrasonic-Gruppe sowie über die Produktion von E-Motoren eine Vielzahl von Branchen angesprochen wird, greifen wir bei unserer Marktanalyse insbesondere die Märkte heraus, die für die größten Umsatzanteile der MS-Gruppe verantwortlich sind.

### Nutzfahrzeugmarkt Europa

Dabei sind die Zulassungszahlen in Europa zum vierten Mal in Folge angestiegen, wenngleich in 2017 die Dynamik bei den LKW-Zulassungen mit 0,5 % geringer als in den Vorjahren ausgefallen ist. Trotzdem wurde der Vorjahresrekordwert nochmals leicht übertroffen, was insbesondere für die LKW-Zulieferer eine gute Grundlage einer stabil hohen Nachfrage darstellt.

#### Neuzulassungen schwerer Nutzfahrzeuge in Europa



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

Auch wenn sich die LKW-Nachfrage auf hohem Niveau stabilisiert hatte, ist doch grundsätzlich in Europa mit einer höheren Wachstumsdynamik bei den Neuzulassungen zu rechnen. Als wichtigster Faktor hierfür gilt der steigende Straßengüterverkehr in Europa, der über 70 % des gesamten Güterverkehrs abdeckt. Alleine in Deutschland stiegen die über die Straße beförderten Güter zwischen 1991 und 2016 um über 23 % auf 3.593 Milliarden Tonnen (1991: 2.919 Mrd. Tonnen) deutlich an. Auch auf europäischer Ebene wird die gleiche Tendenz ersichtlich. So kletterten zwischen 2012 und 2016 die im Straßengüterverkehr erfassten Millionen Tonnenkilometer um 9,3 % ebenfalls deutlich.

Neben der alleine aus der steigenden Transportleistung abzuleitenden steigenden LKW-Nachfrage sollte auch das steigende Alter bei den LKW für einen entsprechenden Reinvestitionsdruck sorgen. Gemäß Kraftfahrtbundesamt ist das durchschnittliche Alter bei LKW zwischen 2009 und 2018 um 0,5 Jahre angestiegen. Angesichts verschiedener gesetzlicher Emissionsverschärfungen ist diese Entwicklung bemerkenswert.

## Nutzfahrzeugmarkt USA

Ähnlich wie in Europa präsentierte sich der Nutzfahrzeugmarkt in den USA, hier insbesondere der für die Gesellschaft relevante Teilmarkt der „Class 8“-Fahrzeuge, ebenfalls stabil. Die Verkäufe lagen mit rund 192 Tausend „Class 8“-Verkäufen um 0,2 % leicht unterhalb des Vorjahresniveaus. Nachdem es in 2016 zu einem regelrechten Nachfrageeinbruch um 22,6 % gekommen war, hat sich zwar die Situation stabilisiert, große Aufholeffekte sind jedoch noch ausgeblieben. Der noch nachfrageschwachen ersten Jahreshälfte 2017 stand hier ab der zweiten Jahreshälfte 2017 eine für die Fahrzeughersteller bessere Nachfrageentwicklung entgegen. Dass aber eine Erholungsbewegung eingesetzt hat, wird besonders an der isolierten Betrachtung der vergangenen Monate ersichtlich. So wurden insbesondere ab September 2017 deutlich zweistellige Wachstumsraten gegenüber den Vorjahresmonaten erreicht. Im den ersten drei Monaten 2018 wurden bereits 35,1% mehr „Class 8“-Fahrzeuge als im Vergleichszeitraum des Vorjahres verkauft.

### Verkäufe USA Class 8-Fahrzeuge auf Monatsbasis



Quelle: Ward's; GBC AG

Für das laufende Geschäftsjahr sowie in den kommenden Geschäftsjahren wird mit einer deutlichen Nachfragebelebung gerechnet. Gemäß ACT Research liefern die hohen Produktionszahlen in 2014 und 2015 einen guten Hinweis hierfür, da der überwiegende Teil der schweren LKW den ersten Lebenszyklus nach vier bis fünf Jahren (450.000 – 500.000 Meilen) beendet haben und dementsprechend eine hohe Anzahl an Wiederbeschaffungen anstehen. Für 2018 wird gegenüber 2017 ein Anstieg der Produktion in Höhe von rund 25 % erwartet. Weitere Nachfrageimpulse sind zudem von regulatorischer Seite zu erwarten. So sollen gemäß der zweiten Phase des GHG (Greenhouse Gas Regulation), welche ab dem Modelljahr 2021 gültig wird und sich bis zum Modelljahr 2027 zum Standard entwickeln sollte, deutliche Einsparungen beim Treibstoff und bei den Emissionen erreicht werden.

Die MS-Gruppe hat sich als „Single Source Supplier“ für die „Weltmotor-OEMs“ im NAFTA-Raum eine gute Ausgangslage erarbeitet, um an den künftigen Wachstumspotenzialen in Nordamerika zu partizipieren.



## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse	237,50	250,62	271,92	285,52	294,09
Bestandsveränderungen	0,34	2,57	0,40	0,50	0,50
Sonstige betriebliche Erträge	5,55	5,58	4,00	3,00	3,00
<b>Gesamtleistung</b>	<b>243,38</b>	<b>258,77</b>	<b>276,32</b>	<b>289,02</b>	<b>297,59</b>
Materialaufwand	-128,29	-134,81	-141,67	-147,33	-150,87
<b>Rohertrag</b>	<b>115,09</b>	<b>123,96</b>	<b>134,65</b>	<b>141,69</b>	<b>146,72</b>
Personalaufwand	-60,51	-63,63	-68,40	-70,95	-72,64
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-35,86	-38,31	-41,20	-43,11	-44,41
<b>EBITDA</b>	<b>18,73</b>	<b>22,03</b>	<b>25,05</b>	<b>27,63</b>	<b>29,67</b>
Abschreibungen	-12,43	-13,06	-11,50	-12,00	-12,50
<b>EBIT</b>	<b>6,30</b>	<b>8,97</b>	<b>13,55</b>	<b>15,63</b>	<b>17,17</b>
Finanzerträge	0,65	1,00	0,20	0,15	0,10
Finanzaufwendungen	-2,87	-2,07	-1,95	-1,80	-1,80
Ergebnis aus assoziierten Unternehmen	0,51	0,61	0,25	0,25	0,05
<b>EBT</b>	<b>4,58</b>	<b>8,51</b>	<b>12,05</b>	<b>14,23</b>	<b>15,52</b>
Ertragssteuern	-0,19	-1,55	-3,37	-3,98	-4,35
<b>Konzernjahresergebnis</b>	<b>4,40</b>	<b>6,96</b>	<b>8,68</b>	<b>10,24</b>	<b>11,18</b>
EBITDA	18,73	22,03	25,05	27,63	29,67
in % der Umsatzerlöse	7,9%	8,8%	9,2%	9,7%	10,1%
EBIT	6,30	8,97	13,55	15,63	17,17
in % der Umsatzerlöse	2,7%	3,6%	5,0%	5,5%	5,8%
Ergebnis je Aktie in €	0,15	0,23	0,29	0,34	0,37
Dividende je Aktie in €	0,00	0,03	0,03	0,04	0,05

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

## Geschäftsentwicklung 2017

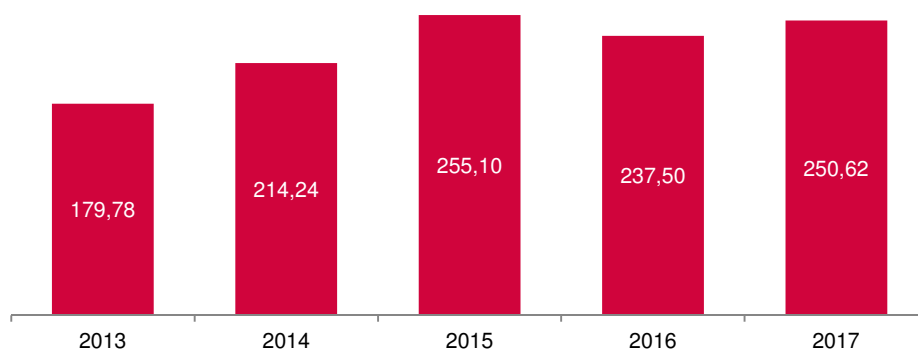
GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017
Umsatzerlöse	274,44	237,50	250,62
EBITDA	21,01	18,73	22,03
EBITDA-Marge	7,7%	7,9%	8,8%
Jahresüberschuss	3,46	4,46	7,02
EPS in €	0,12	0,15	0,24

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

## Umsatzentwicklung 2017

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017 ist die MS-Gruppe mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 5,5 % wieder auf den Wachstumspfad zurückgekehrt und hat dabei sowohl die im Rahmen der letztjährigen Berichterstattung ausgegebene Unternehmens-Guidance als auch unsere Umsatzschätzungen übertroffen. Der Unternehmensvorstand hatte für 2017 ein Umsatzniveau in Höhe von rund 240 Mio. € in Aussicht gestellt, dem wir uns seinerzeit mit einer Umsatzprognose in Höhe von 241,06 Mio. € angeschlossen hatten.

## Umsatzerlöse Industriebeteiligungen (in Mio. €)

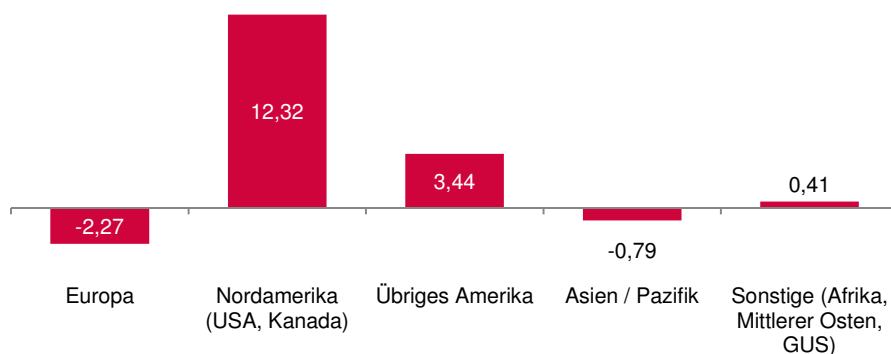


Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Dass die Umsatzerlöse in Höhe von 250,62 Mio. € (VJ: 237,50 Mio. €) höher als erwartet ausgefallen sind, liegt in erster Linie an den deutlichen Erholungstendenzen aus der Region Nordamerika. Während in 2016 die Verkaufszahlen bei den so genannten „Class 8“-Fahrzeugen in den USA um 22,6 % regelrecht eingebrochen waren, hatte sich die Nachfrageentwicklung in 2017 stabilisiert. Insbesondere die starken Aufholeffekte des zweiten Halbjahres 2017 haben in den USA einen Umsatzanstieg auf 88,27 Mio. € (VJ: 75,94 Mio. €) zur Folge gehabt. Da marktbedingte Erholungstendenzen sich typischerweise mit einem Zeitversatz von ca. 6 Monaten auf die Geschäftsentwicklung der MS Industrie-Gruppe auswirken, sind die jüngsten Erholungstendenzen noch nicht vollständig in den 2017er Zahlen enthalten.

Der Umsatzsteigerung in den USA steht ein leichter Umsatzrückgang der in Europa agierenden Gesellschaften auf 153,03 Mio. € (VJ: 155,30 Mio. €) gegenüber, was eine noch bessere Umsatzentwicklung verhindert hatte. Insgesamt ist auch hier eine positive Tendenz erkennbar. Lagen die Umsätze im ersten Halbjahr in Europa um -5,6 % unterhalb des Vorjahrswertes, kletterten die Umsätze im zweiten Halbjahr um 3,1 % und verdeutlichen damit den eingetretenen Turn-Around.

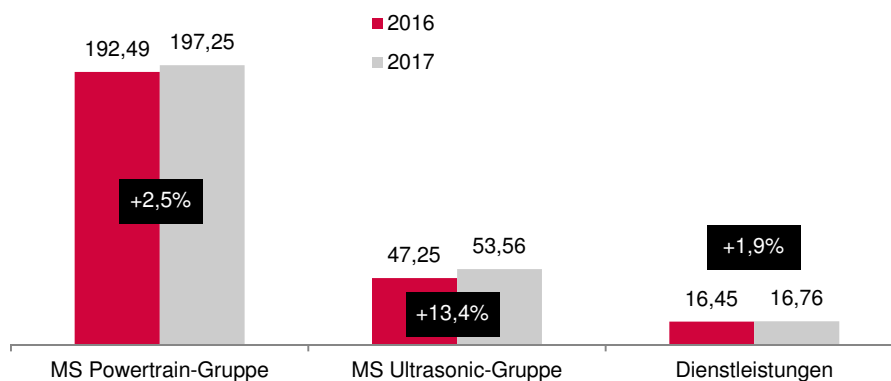
### Regionale Veränderung der Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Mit der in 2016 erfolgten Aufspaltung der MS Spaichingen GmbH in die drei Geschäftsbereiche „Powertrain“, „Ultrasonic“ und „Dienstleistungen“ wurde die Segmentberichterstattung in 2017 entsprechend angepasst. Innerhalb des größten Segments Powertrain hatte die Gesellschaft aufgrund der beschriebenen Erholungstendenzen in den USA ein Umsatzwachstum in Höhe von 2,5 % erreicht. Von einem etwas niedrigeren Umsatzniveau ausgehend verzeichnete das Ultrasonic-Segment ein Umsatzwachstum in Höhe von 13,4 %. Im Dienstleistungs-Segment, innerhalb dessen hauptsächlich Umsätze aus der Unternehmensberatung zusammengefasst werden, weist die Gesellschaft eine grundsätzlich konstante Entwicklung auf, mit einem nur leichten Umsatzanstieg in Höhe von 1,9 %:

### Segmentbezogene Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

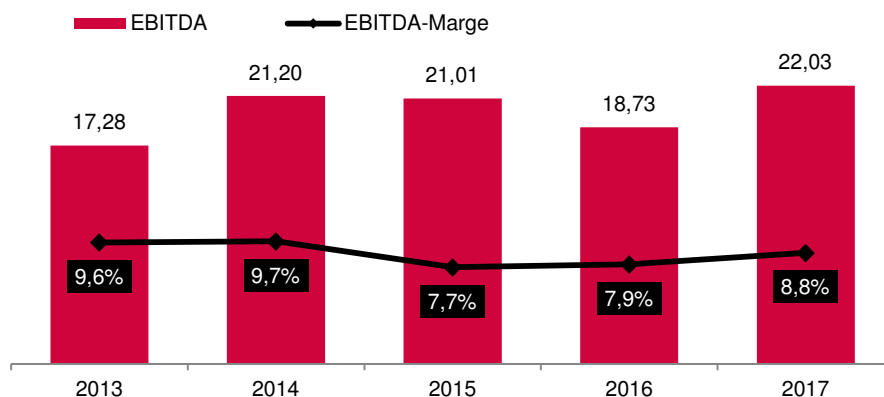
### Ergebnisentwicklung 2017

Analog zur Umsatzentwicklung wurden auch die Ergebnisprognosen, die ursprünglich ein unverändertes EBITDA und Jahresüberschuss in Aussicht gestellt hatten, übertroffen. Das EBITDA lag dabei mit 22,03 Mio. € (VJ: 18,73 Mio. €) um 17,6 % über Vorjahresniveau. In unserer letztjährigen Researchstudie (Anno) hatten wir ein EBITDA in Höhe von 18,88 Mio. € prognostiziert.

Der überproportionale EBITDA-Anstieg ist unter anderem eine Folge der Verbesserung der Rohmarge auf 49,5 % (VJ: 48,5 %), als Resultat einer weiteren Verschiebung hin zu margenstärkeren Umsätzen. Diesbezüglich hat sich der Anteil der materialintensiven Produktgruppen weiter reduziert. Die auf den Umsatz bezogene bereinigte Materialaufwandsquote (Bereinigungen betrifft verschiedene Sondereffekte der Vorjahre) lag in

2017 damit weiterhin auf historisch niedrigem Niveau von 53,8 % (VJ: 53,8 %). Analog dazu weist die MS-Gruppe beim Personalaufwand, dem zweiten großen Kostenblock, eine zum Umsatz proportionale Entwicklung auf. In den vergangenen Geschäftsjahren hat die Gesellschaft dabei eine Ausweitung des Personalbestandes, als Vorbereitung und Grundlage für das weitere Unternehmenswachstum vorgenommen.

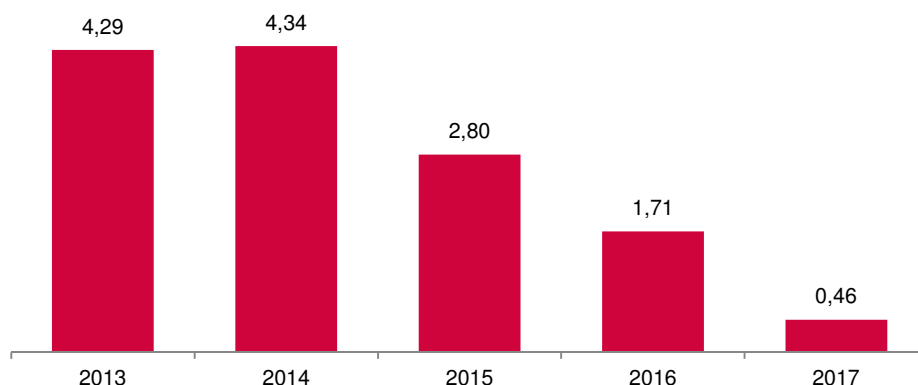
#### EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Dass die MS-Gruppe auf Basis des Nachsteuerergebnisses den Vorjahreswert sowie, wie bereits dargestellt, auch die eigene Unternehmens-Guidance mit 7,02 Mio. € (VJ: 4,46 Mio. €) erheblich übertreffen konnte, liegt an weiteren Faktoren begründet. Unter Berücksichtigung eines leichten und aus den hohen Investitionen der Vorjahre resultierenden Anstiegs der Abschreibungen auf 13,06 Mio. € (VJ: 12,43 Mio. €) hat sich bei der MS-Gruppe der Trend rückläufiger Finanzaufwendungen auch in 2017 fortgesetzt. Ein wichtiger Faktor ist hier die im Vorjahr zurückgeführte Unternehmensanleihe der vormaligen MS Spaichingen GmbH, welche mit einem Kupon von 7,25 % aus heutiger Sicht vergleichsweise hoch verzinst war. Die Refinanzierung war zu einem Zinssatz unterhalb von 2,0 % erfolgt, was ein jährliches Einsparpotenzial von mindestens 1,21 Mio. € nach sich zieht. Unseres Erachtens ist die rückläufige Entwicklung bei den Finanzaufwendungen, sofern keine volumenstarken Investitionen anstehen, nachhaltiger Natur.

#### Saldo Finanzaufwand (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Die MS-Gruppe profitierte über die amerikanische Tochtergesellschaften zudem von der verabschiedeten Steuerreform in den USA. Das Nachsteuerergebnis ist aufgrund der Steuersenkung auf 21 % (zuvor: 35 %) um rund 0,8 Mio. € außerordentlich positiv beeinflusst.

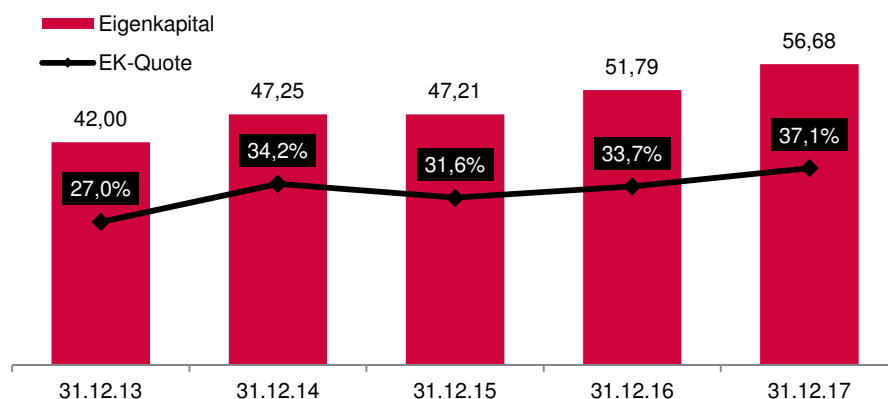
## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2017

in Mio. €	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
Eigenkapital	47,21	51,79	56,68
EK-Quote (in %)	31,6%	33,7%	37,1%
Operatives Anlagevermögen	62,53	67,95	62,26
Net Working Capital	31,98	37,83	44,73
Cashflow (operativ)	22,23	7,07	5,85
Cashflow (Investition)	-19,53	-7,45	1,02
Cashflow (Finanzierung)	-3,84	-0,44	-6,02

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Da in den vergangenen Geschäftsjahren stets eine Gewinnthesaurierung stattgefunden hatte, hat die MS-Gruppe die Eigenkapitalbasis sukzessive ausgebaut. Auch zum 31.12.2017 kletterte das Eigenkapital auf 56,68 Mio. € (31.12.16: 51,79 Mio. €) und die Eigenkapitalquote verbesserte sich, bei einer konstanten Entwicklung der Bilanzsumme, abermals auf 37,1 % (31.12.16: 33,7 %). Über die vergangenen fünf Geschäftsjahre hinweg kletterte die EK-Quote um rund 10 %, was für ein Unternehmen aus dem investitionsträchtigen Industriesegment eine bemerkenswerte Entwicklung darstellt.

### Eigenkapital (in Mio. €) und Eigenkapitalquote (in %)

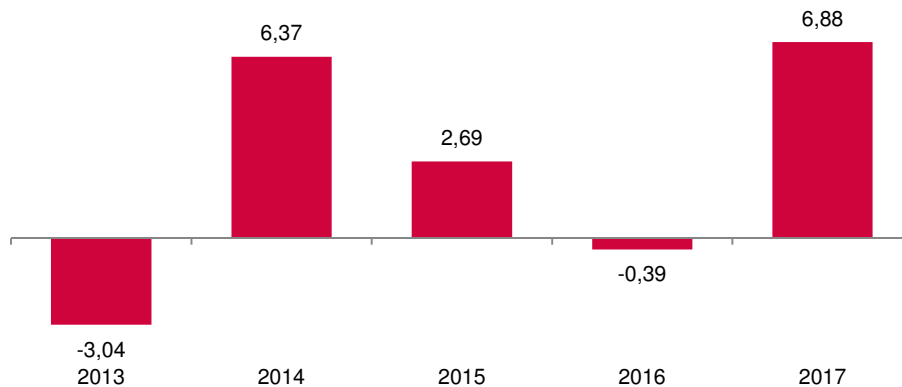


Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Die Entwicklung des Eigenkapitals ist umso bemerkenswerter, wenn die in den vergangenen Jahren erfolgte Investitionsphase berücksichtigt wird. Nachdem die Auszahlungen für Investitionen in 2015 mit 19,77 Mio. € den Umzug an den neuen Standort in Trossingen beinhalteten, „normalisierten“ sich diese in den vergangenen Geschäftsjahren auf 8,08 Mio. € (2016) bzw. 7,12 Mio. € (2017). Das aktuelle Niveau dürfte in etwas dem langfristigen Niveau der Ersatzinvestitionen entsprechen.

Positiv herauszustellen ist dabei der Umstand, wonach die MS-Gruppe, bei einem unterstellten konstanten Verlauf des Nettoumlaufvermögens, über eine hohe Innenfinanzierungskraft verfügt. Diese wird durch den in den vergangenen Geschäftsjahren stets positiven operativen Cashflow dargestellt. In 2017 lag dieser zwar mit 5,85 Mio. € unterhalb der Vorjahreswerte, dies ist jedoch in erster Linie auf einen stichtagsbedingten Aufbau des Nettoumlaufvermögens zurückzuführen. Dennoch war die MS Industrie AG in der Lage, den CAPEX aus eigenen Mitteln zu bedienen sowie darüber hinausgehend weiteres Fremdkapital zurückzuführen. Diesbezüglich wurden Anteile an der zuvor vollkonsolidierten Tochtergesellschaft MS Real Estate GmbH & Co. KG sowie UMT-Aktien veräußert, was einen Kapitalzufluss in Höhe von insgesamt 7,43 Mio. € nach sich gezogen hatte. Zusammen mit dem operativen Cashflow ergibt sich nach Abzug des CAPEX einen freien Cashflow in Höhe von 6,88 Mio. € (VJ: -0,39 Mio. €):

### Freier Cashflow (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Aus dem freien Cashflow in Höhe von 6,88 Mio. € wurden Finanzverbindlichkeiten (Bankkredite und Finanzierungsleasing) im Saldo von 6,02 Mio. € zurückgeführt. Damit hat der MS-Konzern den in den vergangenen Geschäftsjahren begonnenen Trend zur Rückführung von Finanzverbindlichkeiten fortgesetzt, was sich entsprechend positiv auf den Finanzaufwand auswirken dürfte. Ein wichtiger Faktor diesbezüglich ist die im Juli 2016 erfolgte Refinanzierung der mit einem Kupon von 7,25 % ausgestatteten „MS Spaichingen-Anleihe“ durch vergleichsweise zinsgünstige Darlehen (< 2,0 %). In 2017 haben sich die sich daraus ergebenden Zinseinsparungen erstmals ganzjährig ausgewirkt.

## Geschäftsentwicklung Q1 2018

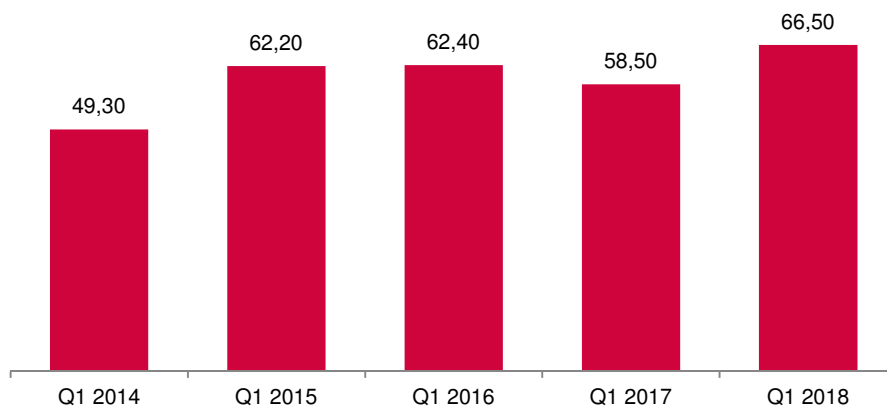
GuV (in Mio. €)	Q1 2016*	Q1 2017	Q1 2018
Umsatzerlöse	62,4	58,5	66,5
EBITDA	5,9	3,7	5,7
EBITDA-Marge	9,5%	6,3%	8,5%
Periodenergebnis	1,4	0,2	1,6

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG; \*bereinigt um einmalige Sondereinflüsse

In den ersten drei Monaten 2018 wurde die Entwicklung des Gesamtjahres 2017 fortgesetzt, wenngleich eine deutlich stärkere Ausprägung vorlag. So kletterten die Umsatzerlöse um 13,7 % auf 66,5 Mio. € (VJ: 58,5 Mio. €), wobei hier erneut der US-Standort der Gesellschaft für den größten Wachstumsbeitrag verantwortlich zeichnete. Die insbesondere im zweiten Halbjahr 2017 eingesetzte Nachfragerholung nach schweren LKW in den USA hat sich in den ersten drei Monaten 2018 nochmals verstärkt. Demnach wurden in den Monaten Januar bis März 2018 bereits 35,1 % mehr „Class 8“-Fahrzeuge als im Vergleichszeitraum des Vorjahres verkauft. Bei der MS Industrie AG ist diese Erholung bereits angekommen, was sich in einem Umsatzanstieg in der Absatzregion USA/Kanada in Höhe von 51,1 % auf 24,2 Mio. € (VJ: 16,0 Mio. €) wiederfindet.

Analog dazu kletterten die Umsätze im Powertrain-Segment im ersten Quartal um rund 18 %, wohingegen das Ultraschall-Segment mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 0,2 % in etwa auf Vorjahresniveau geblieben ist. Gemäß Unternehmensangaben sind unregelmäßige Kundenabnahmen und Auslieferungstermine im Ultraschall-Segment für eine höhere Umsatzvolatilität verantwortlich.

### Umsatzerlöse im ersten Quartal (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Als Folge der höheren Umsatzbasis verbesserte sich das EBITDA auf 5,7 Mio. € (VJ: 3,7 Mio. €), was einer Margenverbesserung auf 8,5 % (VJ: 6,3 %) gleichkommt. Das Nachsteuerergebnis lag mit 1,6 Mio. € (VJ: 0,2 Mio. €) ebenfalls deutlich oberhalb des Vorjahreswertes. Der Vorstand der MS Industrie AG hatte anlässlich der Veröffentlichung des Q1-Berichtes die im Rahmen des Geschäftsberichtes kommunizierte Unternehmensguidance für das laufende Geschäftsjahr bekräftigt. Erwartet wird unverändert ein Konzern-Umsatz in Höhe von 270,0 Mio. € sowie eine leichte Verbesserung des EBITDA und des Nachsteuerergebnisses.

## PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse	250,62	271,92	285,52	294,09
EBITDA	22,03	25,05	27,63	29,67
EBITDA-Marge	8,8%	9,2%	9,7%	10,1%
Jahresüberschuss	7,02	8,68	10,24	11,18
EPS in €	0,24	0,29	0,34	0,37

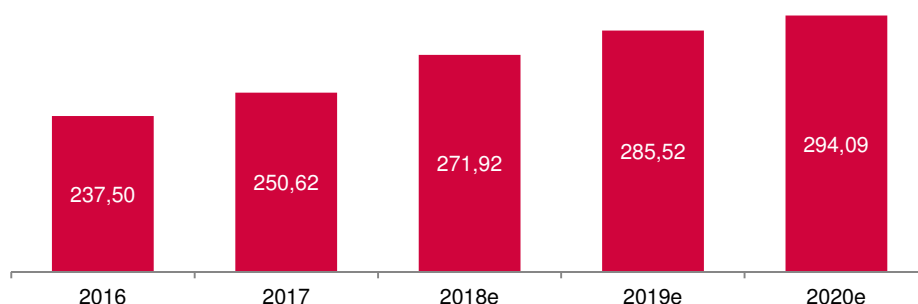
Quelle: GBC AG

### Umsatzprognosen 2018 – 2020

Die in 2017 erfolgte Rückkehr auf den Wachstumspfad hat sich erwartungsgemäß in den ersten drei Monaten 2018 unter noch dynamischeren Vorzeichen fortgesetzt. Ein wichtiger Faktor ist dabei die wieder deutlich gestiegene Nachfrage in der Region USA/Kanada, nachdem noch in 2016 ein regelrechter Einbruch der Neuzulassungszahlen schwerer LKW verzeichnet worden war. In den ersten drei Monaten 2018 wurden dabei 35,1 % mehr „Class 8“-Fahrzeuge als im Vergleichszeitraum des Vorjahres verkauft. Typischerweise wirken sich solche starken Marktbewegungen mit einer Nachlaufperiode von rund sechs Monaten auf den MS-Konzern aus, so dass sich die hieraus stammenden Impulse bis über die zweite Jahreshälfte 2018 hinaus auswirken dürften.

Flankierend hierzu dürfte der europäische Nutzfahrzeugmarkt unverändert weiter wachsen, wenngleich hier eine deutlich geringere Dynamik vorliegt. Vor dem Hintergrund der in 2014 verabschiedeten Euro-VI-Norm, ist mit einer hohen Nachfragebasis zur Erfüllung der strengeren Abgasnormen zu rechnen. Darüber hinaus ist die erwartete Fortsetzung des steigenden Güterverkehrs ein guter Indikator für die künftige Nachfrageentwicklung, zumal der Investitionsdruck vor dem Hintergrund des steigenden Alters von schweren Lastkraftwagen zunehmen dürfte. Als „Single Source Supplier“ für die beiden großen deutschen Lastwagenhersteller dürfte die MS Industrie AG besonders von den positiven Marktvorgaben profitieren.

### Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Vor diesem Hintergrund erwartet das MS-Management für das laufende Geschäftsjahr einen Konzernumsatz in Höhe von rund 270 Mio. €, was gegenüber dem Vorjahr einem Umsatzwachstum in Höhe von 7,7 % gleichkommen würde. Die Umsatzprognose ist auch vor dem Hintergrund der umfangreichen Auftragsbestände zu sehen, die zum 31.03.2018 mit 143 Mio. € deutlich oberhalb des Vorjahreswertes von 129 Mio. € lagen.



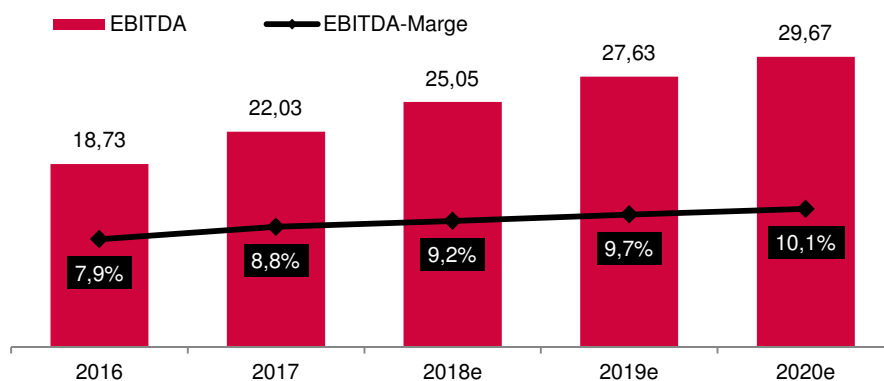
Flankierend zum Powertrain-Segment soll der Ultraschallbereich, im Rahmen dessen in den vergangenen Jahren neue Produkte nach Industrie 4.0-Standard eingeführt wurden, das konzernweit stärkste Umsatzwachstum vorweisen. Neben dem Trend zu mehr PKW-Modellen mit einem zunehmend höheren Kunststoffanteil, sollte die in 2016 eingeführte Serienmaschine „MS-soniTOP“ die Erschließung neuer Kundengruppen ermöglichen.

Im laufenden Geschäftsjahr 2018 erkennen wir aufgrund der signifikanten Aufholeffekte in den USA eine „Sonderkonjunktur“, weswegen wir, analog zur Unternehmens-Guidance, ein Umsatzwachstum in Höhe von 8,5 % auf 271,92 Mio. € prognostizieren. In den kommenden Geschäftsjahren rechnen wir zwar mit einer Verlangsamung der Wachstumsdynamik, erwarten jedoch eine sukzessive Annäherung an die Umsatzmarke von 300 Mio. €.

## Ergebnisprognosen 2018 – 2020

Die Ergebnis-Guidance der Gesellschaft unterstellt für das laufende Geschäftsjahr 2018 einen leichten Anstieg des EBITDA und des Nachsteuerergebnisses. In unseren Prognosen schließen wir uns dieser Guidance an. Grundsätzlich unterstellen wir dabei, auch für die kommenden Geschäftsjahre, eine im Vergleich zu 2017 leicht steigende Entwicklung der Rohertragsmarge. Dies beruht unter anderem auf eine zunehmende Bedeutung des wachstumsstarken und gleichzeitig margenträchtigen Ultraschall-Segments innerhalb des Umsatzmixes des MS-Konzerns. Ab 2021, also nach unserer konkreten Schätzperiode, sollte der Wegfall der Setzlieferranten einen Margensprung nach sich ziehen. Dies haben wir in der Stetigkeitsphase unseres DCF-Bewertungsmodells berücksichtigt.

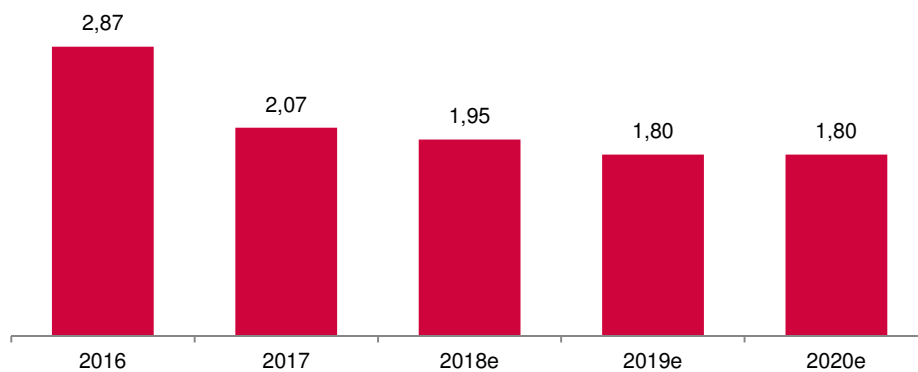
### Prognose des EBITDA (in Mio. €) und der EBITDA-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

Nachdem die Phase besonderes hoher Investitionen (Kapazitätssprung) mit dem in 2016 erfolgten Umzug an den neuen Standort in Trossingen unserer Ansicht nach abgeschlossen ist, dürften die künftigen Investitionen in erster Linie Ersatzinvestitionen darstellen. Gemäß Unternehmensangaben wird für das laufende Geschäftsjahr ein Investitionsvolumen in Höhe von insgesamt 9,2 Mio. € erwartet. Die Rückkehr zum eingeschwungenen Zustand bei den Investitionen geht einerseits mit einer rückläufigen Entwicklung der Abschreibungen sowie andererseits mit einem geringeren Finanzierungsbedarf einher. Da wir davon ausgehen, dass der Großteil der Ersatzinvestitionen aus dem operativen Cashflow gedeckt werden kann, sollte die Nettoverschuldung weiter zurückgeführt und infolgedessen weitere Verbesserungen beim Finanzergebnis erzielt werden. Die mittlerweile abgeschlossene Optimierung der finanztragenden Verbindlichkeiten hatte sich bereits im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017 erstmals ganzjährig positiv ausgewirkt.

### Prognose Finanzaufwand (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Dass wir nur eine leichte Steigerung des Nachsteuerergebnisses in 2018 unterstellen liegt an der „Normalisierung“ der Steueraufwendungen, die im vergangenen Geschäftsjahr von Steuererträgen im Zusammenhang mit der US-Steuerreform geprägt waren.

## Bewertung

### *Modellannahmen*

Die MS Industrie AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2018 und 2020 in Phase 1, erfolgt von 2021 bis 2025 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 3,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 10,2 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 28,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

### *Bestimmung der Kapitalkosten*

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

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

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

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

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

### *Bewertungsergebnis*

Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir einen fairen Wert von 5,70 € (bisher: 5,20 €) je Aktie ermittelt. Die Kurszielanhebung resultiert dabei aus dem erstmaligen Einbezug der 2020er Schätzungen, die eine höhere Basis für die Stetigkeitsphase unseres Bewertungsmodells darstellen. Darüber hinaus liegt ein so genannter „Roll-Over-Effekt“ vor. Dabei haben wir das aktualisierte Kursziel auf das Geschäftsjahresende 2019 berechnet (bisher: 2018), woraus sich typischerweise eine technische Kurszielanhebung ergibt.

## DCF-Modell

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

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	10,2%	ewige EBITA - Marge	6,8%
AFA zu operativen Anlagevermögen	21,5%	effektive Steuerquote im Endwert	28,0%
Working Capital zu Umsatz	17,3%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	271,92	285,52	294,09	302,91	312,00	321,36	331,00	340,93	
US Veränderung	8,5%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	4,53	4,76	4,94	5,13	5,33	5,49	5,66	5,83	
EBITDA	25,05	27,63	29,67	30,90	31,82	32,78	33,76	34,77	
EBITDA-Marge	9,2%	9,7%	10,1%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	
EBITA	13,55	15,63	17,17	18,10	19,13	20,19	21,18	22,19	
EBITA-Marge	5,0%	5,5%	5,8%	6,0%	6,1%	6,3%	6,4%	6,5%	6,8%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-3,79	-4,38	-4,81	-5,07	-5,36	-5,65	-5,93	-6,21	
EBI (NOPLAT)	9,76	11,25	12,37	13,03	13,78	14,54	15,25	15,98	28,0%
Kapitalrendite	9,1%	10,5%	11,2%	11,8%	12,4%	12,9%	13,3%	13,8%	14,5%
Working Capital (WC)	47,00	50,00	51,00	52,53	54,11	55,73	57,40	59,12	
WC zu Umsatz	17,3%	17,5%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	
Investitionen in WC	-2,27	-3,00	-1,00	-1,53	-1,58	-1,62	-1,67	-1,72	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	60,00	60,00	59,50	59,00	58,50	58,50	58,50	58,50	
AFA auf OAV	-11,50	-12,00	-12,50	-12,80	-12,69	-12,58	-12,58	-12,58	
AFA zu OAV	19,2%	20,0%	21,0%	21,5%	21,5%	21,5%	21,5%	21,5%	
Investitionen in OAV	-9,24	-12,00	-12,00	-12,30	-12,19	-12,58	-12,58	-12,58	
Investiertes Kapital	107,00	110,00	110,50	111,53	112,61	114,23	115,90	117,62	
EBITDA	25,05	27,63	29,67	30,90	31,82	32,78	33,76	34,77	
Steuern auf EBITA	-3,79	-4,38	-4,81	-5,07	-5,36	-5,65	-5,93	-6,21	
Investitionen gesamt	-11,51	-15,00	-13,00	-13,83	-13,77	-14,21	-14,26	-14,31	
Investitionen in OAV	-9,24	-12,00	-12,00	-12,30	-12,19	-12,58	-12,58	-12,58	
Investitionen in WC	-2,27	-3,00	-1,00	-1,53	-1,58	-1,62	-1,67	-1,72	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	9,75	8,25	11,87	12,00	12,70	12,92	13,58	14,26	237,41

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	198,49	206,54
Barwert expliziter FCFs	61,85	58,68
Barwert des Continuing Value	136,63	147,86
Nettoschulden (Net debt)	42,12	36,17
Wert des Eigenkapitals	156,37	170,37
Fremde Gewinnanteile	0,15	0,17
Wert des Aktienkapitals	156,52	170,54
Ausstehende Aktien in Mio.	29,89	29,89
Fairer Wert der Aktie in EUR	5,24	<b>5,70</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

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

Kapitalrendite	WACC				
	7,6%	7,9%	8,2%	8,5%	8,8%
14,0%	6,19	5,83	5,51	5,21	4,95
14,3%	6,31	5,94	5,61	5,31	5,03
14,5%	6,42	6,04	<b>5,70</b>	5,40	5,12
14,8%	6,53	6,15	5,80	5,49	5,21
15,0%	6,64	6,25	5,90	5,58	5,30

## ANHANG

### I.

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

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

### II.

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

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

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

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

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

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

#### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

#### **§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter

Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

**Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:**

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10\%$ .
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10\%$ und $< + 10\%$ .
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10\%$ .

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

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

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

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

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

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

**§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:**

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

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (4,5a,11)**

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

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

(9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

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

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

### **§ 2 (V) 3. Compliance:**

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

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

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst**

**Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst**

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

**Jörg Grunwald, Vorstand**

### **§ 3 Urheberrechte**

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

GBC AG

Halderstraße 27

D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0

Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

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



**GBC AG®**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

GBC AG  
Halderstraße 27  
86150 Augsburg  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>  
Fax: ++49 (0)821/241133-30  
Tel.: ++49 (0)821/241133-0  
Email: [office@gbc-ag.de](mailto:office@gbc-ag.de)