



Researchstudie (Anno)

MS Industrie AG



**„Weiteres Umsatzwachstum im Industriebereich anvisiert;
Einspareffekte durch Umfinanzierung der Anleihe“**

Kursziel: 6,00 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

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

MS Industrie AG^{*4,5a,7,11}

Rating: Kaufen
Kursziel: 6,00

Aktueller Kurs: 2,80
7.6.2016 / ETR / Schlusskurs
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005855183
WKN: 585518
Börsenkürzel: MSAG

Aktienanzahl³: 29,82
Marketcap³: 83,49
EnterpriseValue³: 128,12
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 62,0 %

Transparenzlevel:
General Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
Oddo Seydler Bank AG

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Felix Gode, CFA
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 21

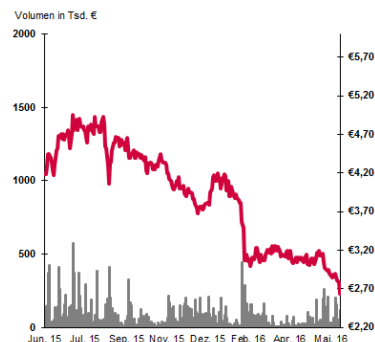
Unternehmensprofil

Branche: Industrie
Fokus: Motoren- und Antriebstechnik,
Ultraschalltechnik und Elektromotoren

Mitarbeiter: 1.132 (31.03.2016)

Gründung: 1991

Firmensitz: München



Die MS Industrie AG mit Sitz in München ist die börsennotierte Muttergesellschaft einer fokussierten Industrie-Gruppe der Antriebstechnik und des Spezialmaschinenbaus im deutschen Mittelstand. Im Rahmen ihrer Wachstumsstrategie konzentriert sich die MS Industrie AG auf Mehrheitsbeteiligungen an profitablen Unternehmen mit hohem Wertsteigerungspotenzial im deutschsprachigen Mittelstand in den Bereichen Motoren- und Antriebstechnik, Ultraschall-/Schweißtechnik sowie Elektromotoren. Ursprünglich in 1991 gegründet als „Gesellschaft für Consulting & Implementierung“ (GCI), vollzog die ehemalige GCI im Jahr 2001 als Beteiligungsgesellschaft den Gang an die Frankfurter Börse. Seit 2010 fokussierte sie sich als GCI Industrie AG und seit Juli 2012 als MS Industrie AG auf Produktionsunternehmen in den oben genannten Bereichen.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016e	31.12.2017e
Umsatz	218,45	274,44	273,00	282,63
EBITDA	21,20	21,01	26,79	29,45
EBIT	9,91	9,10	14,99	17,80
Jahresüberschuss	4,13	3,46	7,21	10,15

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,14	0,12	0,24	0,34
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,57	0,47	0,47	0,45
EV/EBITDA	5,84	6,10	4,78	4,35
EV/EBIT	12,49	14,08	8,55	7,20
KGV	20,22	24,13	11,58	8,23
KBV		1,77		

Finanztermine

29.06.2016: Hauptversammlung
August 2016: HJ-Bericht
November 2016: 9M-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
7.12.2015: RS / 7,00 / KAUFEN
7.9.2015: RS / 7,00 / KAUFEN
28.8.2015: RS / 7,00 / KAUFEN
19.5.2015: RS / 7,00 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Mit einer Fortsetzung der hohen Wachstumsdynamik hat der MS-Konzern in 2015 einen Umsatzanstieg in Höhe von 25,6 % auf 274,44 Mio. € (VJ: 218,45 Mio. €) erreicht. Bereinigt um umsatzwirksame Sondereffekte im Zusammenhang mit der Errichtung eines neuen Produktionsgebäudes in Trossingen (19,34 Mio. €) weist die Gesellschaft im Kernbereich der Industriebeteiligungen Umsatzerlöse in Höhe von 255,10 Mio. € (VJ: 214,24 Mio. €) aus. Damit wurde die im Rahmen der Halbjahresberichterstattung 2015 angehobene Umsatz-Guidance (Umsatzwachstum in Höhe von 10-15 % auf knapp 250 Mio. €) übertroffen.
- Einen besonders hohen Umsatzanstieg (+34,42 Mio. €) verzeichnete der MS-Konzern in Nordamerika (USA, Kanada), wo in 2015 ein unverändert hoher Nachholbedarf nach emissionsärmeren Motoren bestand. Als wichtiger Zulieferer für den Daimler-Weltmotor profitierte die MS Industrie AG von den guten Marktbedingungen in Nordamerika, welche auch in Deutschland vorherrschten. Neben der erhöhten Nachfrage nach Euro-VI-Dieselmotoren profitierte die Gesellschaft von der Erschließung neuer Anwendungsgebiete im „Ultrasonic“-Segment, was sich in Deutschland in einem entsprechenden Umsatzanstieg in Höhe von 20,12 Mio. € niedergeschlagen hat. Bereinigt um ergebniswirksame Einmaleffekte (Währungsverluste aus Beschaffungsvorgängen bei Setzlieferanten, Mehrkosten aus der Insolvenz eines Lieferanten) legte das EBITDA auf 24,87 Mio. € (VJ: 21,20 Mio. €) nahezu proportional zur Umsatzentwicklung zu.
- Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2015 wurden die Weichen für die Rückzahlung der von der MS Spaichingen GmbH emittierten 7,25 %-Unternehmensanleihe gelegt. Für die am 15.07.2016 anstehende Rückzahlung wurden im Dezember 2015 zwei langfristige und im Vergleich dazu deutlich zinsgünstigere Bankdarlehen vereinbart. Darüber hinaus verfügt der MS-Konzern über umfangreiche, nicht in Anspruch genommene Kontokorrentlinien (31.12.15: 23,9 Mio. €), so dass die Anleiherückzahlung gut bewerkstelligt werden kann. Insgesamt wird dies zu einer deutlichen Reduktion der Finanzaufwendungen führen. Darüber hinaus haben wir die verbesserten Konditionen auch in den gewichteten Kapitalkosten (WACC), als Basis für unser DCF-Bewertungsmodell, berücksichtigt. Gemäß unseren Berechnungen reduziert sich der WACC auf 8,00 % (bisher: 8,59 %).
- Die Prognosen für die Geschäftsjahre 2016 und 2017 dienen als weitere Basis für unser DCF-Bewertungsmodell. Die Umsätze der Industriebeteiligungen sollten auf 273,00 Mio. € (2016e) sowie auf 282,63 Mio. € (2017e) zulegen. Für Nordamerika, der in 2015 wachstumsstärksten Region, unterstellen wir eine kurzfristig rückläufige Entwicklung, welche sich erst im kommenden Geschäftsjahr wieder umkehren dürfte. In Europa hingegen rechnen wir mit weiteren Wachstumsimpulsen. Diese heterogene Entwicklung zeichnet sich bereits mit der Veröffentlichung der Q1-Zahlen 2016 ab. Beim bereinigten EBITDA sollten Skaleneffekte sukzessive zum Tragen kommen und wir erwarten für 2017 eine EBITDA-Marge in Höhe von 10,4 %. Hier fallen zudem die möglichen Sonderaufwendungen im Zusammenhang mit dem Umzug (Powertrain) in das neue Produktionsgebäude in Trossingen weg. Dies dient als Basis für unsere langfristigen Annahmen unseres DCF-Bewertungsmodells.
- **Im Rahmen unseres Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 6,00 € (bisher: 7,00 €) ermittelt. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs in Höhe von 2,80 € je Aktie erneuern wir damit unser Rating KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

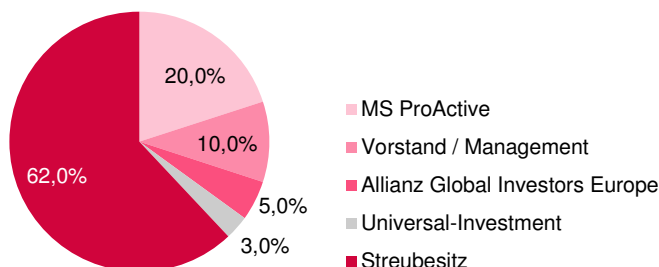
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Geschäftsbereiche	4
Powertrain Technology Group (PTG)	5
Ultrasonic Technology Group (UTG)	5
Referenzkunden.....	5
Markt und Marktumfeld	6
Nutzfahrzeuge Europa	6
Nutzfahrzeuge Nordamerika	7
Unternehmensentwicklung.....	8
Kennzahlen im Überblick	8
Geschäftsentwicklung 2015	9
Umsatzentwicklung 2015	9
Ergebnisentwicklung 2015	10
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2015	12
Geschäftsentwicklung Q1 2016	14
Prognose und Modellannahmen	15
Umsatzprognosen 2016 und 2017	15
Ergebnisprognosen 2016 und 2017	16
Bewertung.....	18
Modellannahmen.....	18
Bestimmung der Kapitalkosten.....	18
Bewertungsergebnis.....	18
DCF-Modell.....	19
Anhang	20

UNTERNEHMEN

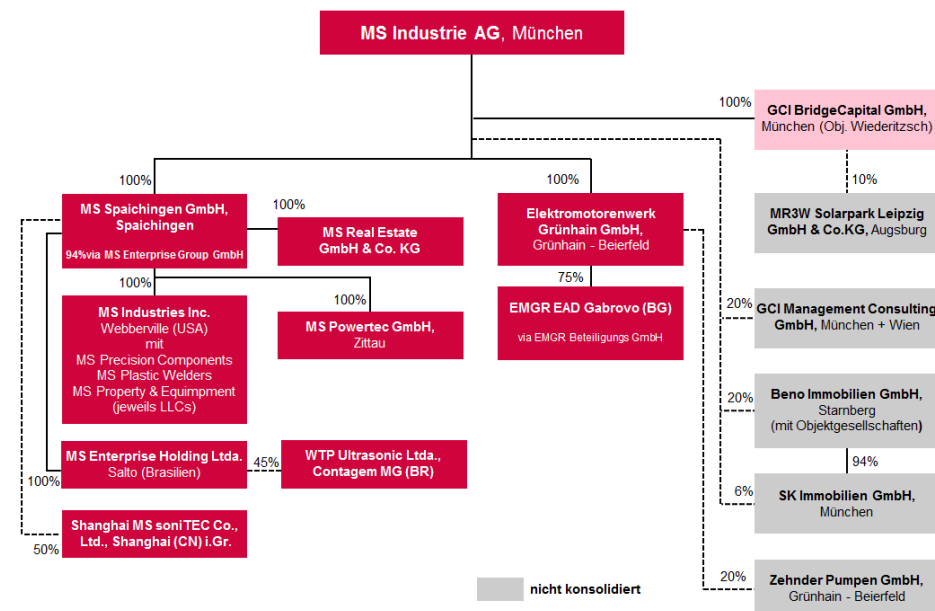
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
MS ProActive	20,0%
Vorstand / Management	10,0%
Allianz Global Investors Europe	5,0%
Universal-Investment	3,0%
Streubesitz	62,0%

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Geschäftsbereiche

Die Geschäftstätigkeit der MS Industrie AG unterteilt sich in die Segmente „Industriebeteiligungen“, „Immobilienbeteiligungen“ sowie „Dienstleistungen“, wobei der Bereich Industriebeteiligungen das mit Abstand umsatzstärkste Segment innerhalb der MS-Gruppe ist. Im Segment **Immobilienbeteiligungen** ist die 100%ige GCI Bridge Capital GmbH mit ihrer 10%igen Beteiligung am MR3W Solarpark Leipzig GmbH & Co. KG sowie ihrer 20%igen Beteiligung an der BENO Immobilien GmbH zusammengefasst. Darüber hinaus fungiert die Tochtergesellschaft MS Spaichingen GmbH als Generalübernehmerin bei der Errichtung des neuen Produktionswerkes in Trossingen. Innerhalb des Segments **Dienstleistungen** werden sowohl interne Holdingaufgaben der MS Industrie AG erbracht als auch externe Beratungsleistungen der Tochtergesellschaft GCI Management Consulting GmbH erfasst.

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

Powertrain Technology Group (PTG)

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

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

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

Ultrasonic Technology Group (UTG)

In diesem Untersegment des Geschäftsbereiches Industriebeteiligungen bietet die Gesellschaft Ultraschall-Sondermaschinen, Ultraschall-Systeme oder Ultraschall-Komponenten für die Automobilindustrie, Verpackungsindustrie, Medizintechnik oder für die Textilindustrie an und fungiert hier damit als Technologie-Lieferant. Ein typisches Anwendungsbeispiel ist 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

DAIMLER



Volkswagen



ABUS
Kransysteme



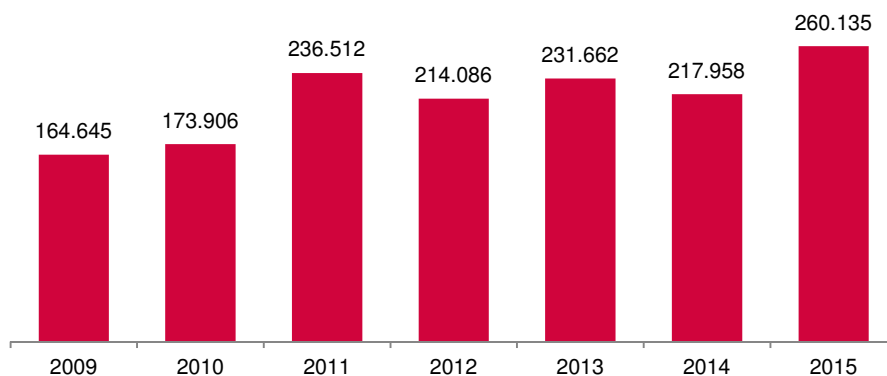
MARKT UND MARKTUMFELD

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

Nutzfahrzeuge Europa

Die Marktbedingungen für die Nutzfahrzeughersteller und folglich auch für den MS-Konzern sind ausgehend von den Neuzulassungen in Europa als positiv einzustufen. Dabei wurden in 2015 insgesamt über 260 Tausend schwere Nutzfahrzeuge (> 16 Tonnen) zugelassen, was gegenüber dem Vorjahr einem dynamischen Anstieg in Höhe von 19,4 % gleichkommt.

Neuzulassungen schwerer Nutzfahrzeuge in Europa



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

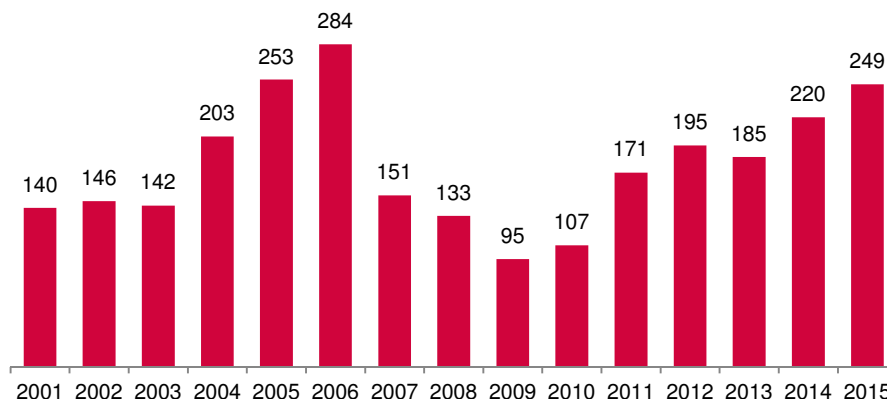
Auch bei den mittelschweren LKW's (> 3,5 Tonnen) wird mit einem Anstieg der Neuzulassungen in Höhe von 16,2 % eine ähnlich positive Marktentwicklung erkennbar. Als Ursache für diesen Nachfrageanstieg können verschiedene Faktoren genannt werden. So hat beispielsweise im Zuge der allgemeinen Konjunkturerholung der Straßengüterverkehr zuletzt leicht zugenommen. Im Zeitraum 2012 bis 2014 stiegen die im Straßengüterverkehr erfassten Tonnenkilometer gemäß Statistiken von Eurostat um 2,0 % an. Dieser Trend sollte sich gemäß Prognosen der EU-Kommission fortsetzen. Zwischen 2015 und 2010 wird dabei eine Zunahme des Güterverkehrs in Höhe von insgesamt 29,0 % erwartet, was einem jährlichen Anstieg von 2,0 % entspricht.

Darüber hinaus sorgen beispielsweise gesetzliche Vorgaben, wie etwa die Einführung neuer Abgasnormen für eine permanente Innovationstätigkeit den Produzenten, was zusätzliche Nachfrageimpulse bedeutet. Demnach soll mit der Einführung der Euro VI-Norm der Schadstoffausstoß verringert werden. Dem steht jedoch ein sukzessiver Anstieg beim Fahrzeugalter gegenüber, was einen Hinweis auf anstehende Modernisierungsinvestitionen bei den europäischen Logistikunternehmen liefert. Alleine in Deutschland ist in den letzten zehn Jahren das durchschnittliche Alter der Zugmaschinen um 3,1 Jahre (Quelle: Kraftfahrt-Bundesamt) angestiegen.

Nutzfahrzeuge Nordamerika

Die Entwicklung bei den aktuellen Zulassungsstatistiken in Nordamerika bzw. gemäß vorliegenden Daten in den USA, ist vergleichbar mit der Entwicklung in Europa. Die Verkäufe bei den so genannten „Class 8“-Fahrzeugen, also der Nutzfahrzeuge über 15,0 Tonnen, kletterten in den letzten Jahren kontinuierlich mit einem durchschnittlichen Wachstum in Höhe von 18,9 % (2010-2015). Im vergangenen Jahr 2015 wurden insgesamt 249 Tausend „Class 8“-Fahrzeuge verkauft und damit um 13,1 % mehr als im Vorjahr:

Verkaufszahlen „Class 8“-Fahrzeuge in den USA



Quelle: Ward's; GBC AG

Eine Gegenüberstellung der LKW-Verkaufszahlen zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (gemessen am amerikanischen BIP) lässt zwar einen tendenziellen Zusammenhang erkennen, der Anstieg bei den LKW-Verkaufszahlen ist nach 2009 jedoch deutlich dynamischer ausgefallen. Zwischen 2010 und 2015 kletterte das amerikanische BIP um durchschnittlich 2,1 %, während die LKW-Verkäufe in diesem Zeitraum um 18,9 % zugelegt haben.

Kurzfristig wird jedoch für die USA mit einem Angebotsüberhang gerechnet, was insbesondere für das laufende Jahr 2016 mit rückläufigen Verkaufszahlen bei den „Class 8“-Fahrzeugen einhergehen könnte. Gemäß Branchenreport „The Rhein Report“ sollen in 2016 rund 236 Tausend schwere Nutzfahrzeuge veräußert werden, was gegenüber dem Vorjahr einem Rückgang von 5,2 % entspricht.

Mittelfristig wird jedoch die Notwendigkeit für Ersatzinvestitionen, vor dem Hintergrund älter werdender Fahrzeugflotten sowie angesichts verschärfter Emissionsrichtlinien, für weiteres überproportionales Wachstum sorgen. Laut „Phase II“ der amerikanischen Umweltbehörde soll im Zeitraum 2017 bis 2027 dabei eine kumulierte CO₂-Einsparung zwischen 18,3 % und 23,9 % und eine kumulierte Treibstoff-Einsparung zwischen 18,0 % und 23,5 % bei schweren LKWs 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 2010	GJ 2014	GJ 2015	GJ 2016e	GJ 2017e
Umsatzerlöse	179,78	218,45	274,44	273,00	282,63
Bestandsveränderungen	2,31	1,77	2,61	0,00	1,00
Sonstige betriebliche Erträge	4,46	4,50	4,72	4,50	4,50
Gesamtleistung	186,54	224,72	281,77	277,50	288,13
Materialaufwand	-98,87	-127,44	-168,81	-159,51	-166,12
Rohertrag	87,67	97,28	112,96	117,99	122,01
Personalaufwand	-42,11	-47,72	-56,25	-57,20	-58,65
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-28,29	-28,37	-35,71	-34,01	-33,92
EBITDA	17,28	21,20	21,01	26,79	29,45
Abschreibungen	-10,55	-11,29	-11,92	-11,80	-11,65
EBIT	6,73	9,91	9,10	14,99	17,80
Finanzerträge	0,28	0,25	0,54	0,22	0,22
Finanzaufwendungen	-4,57	-4,59	-3,77	-3,20	-2,40
Ergebnis aus assoziierten Unternehmen	-0,59	0,00	0,43	0,00	0,00
EBT	2,44	5,57	6,29	12,01	15,62
Ertragssteuern	-0,16	-1,44	-2,85	-4,80	-5,47
Konzernjahresergebnis	1,98	4,13	3,44	7,21	10,15
EBITDA	17,28	21,20	21,01	26,79	29,45
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>9,6%</i>	<i>9,7%</i>	<i>7,7%</i>	<i>9,8%</i>	<i>10,4%</i>
EBIT	6,73	9,91	9,10	14,99	17,80
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>3,7%</i>	<i>4,5%</i>	<i>3,3%</i>	<i>5,5%</i>	<i>6,3%</i>
Ergebnis je Aktie in €	0,07	0,14	0,12	0,24	0,34

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2015

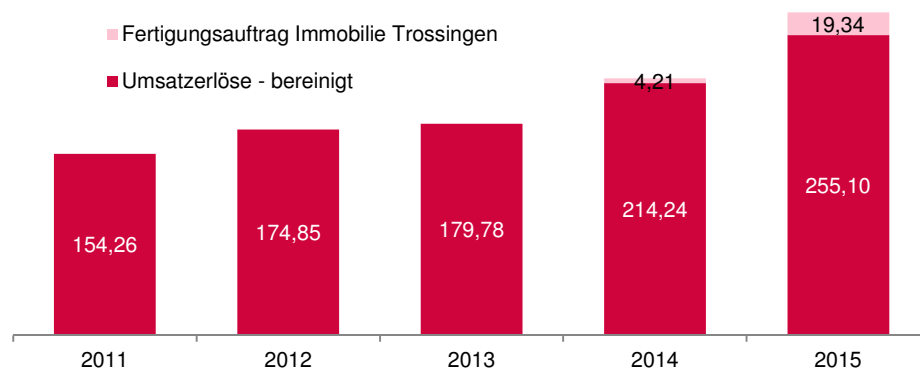
GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015
Umsatzerlöse	179,78	218,45	274,44
EBITDA	17,28	21,20	21,01
EBITDA-Marge	9,6%	9,7%	7,7%
EBITDA (bereinigt)	17,28	21,20	24,87
EBIT-Marge (bereinigt)	9,6%	9,9%	9,7%
Jahresüberschuss	1,98	4,13	3,46
EPS in €	0,07	0,14	0,12

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2015

Die MS Industrie AG hat die zuletzt hohe Wachstumsdynamik, mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 25,6 %, auch im Geschäftsjahr 2015 fortgesetzt. Damit hat die Gesellschaft die im Rahmen der Halbjahresberichterstattung 2015 angehobene Umsatzprognose (Umsatzwachstum in Höhe von 10-15 % auf knapp 250 Mio. €) deutlich übertroffen. Dies gilt selbst wenn lediglich der Kernbereich der Industriebeteiligungen herangezogen wird. Dabei erwirtschaftete die MS Industrie AG mit den Industriebeteiligungen Umsätze in Höhe von 255,10 Mio. € (VJ: 214,24 Mio. €). Flankierend hierzu weist die Gesellschaft im Zusammenhang mit dem Fertigungsauftrag eines neuen Produktionsgebäudes in Trossingen Sondererlöse in Höhe von 19,34 Mio. € (VJ: 4,21 Mio. €) aus.

Umsatzerlöse (in Mio. €)



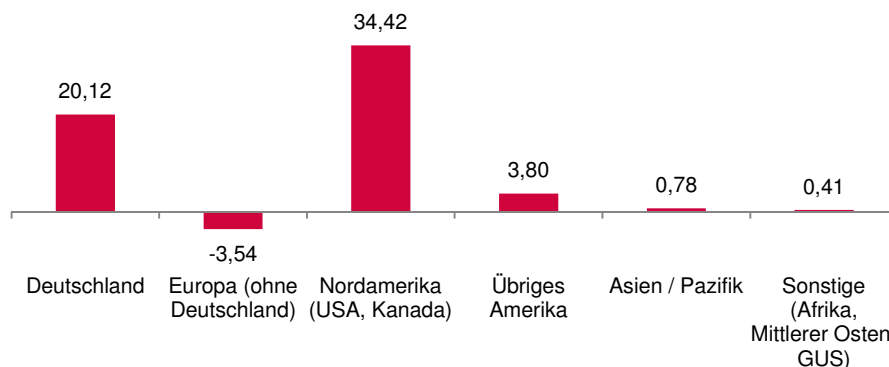
Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Die Umsätze der Industriebeteiligungen lassen sich in beiden Kernsegmenten „Powertrain Technology“ (Automotive-Systeme für schwere Dieselmotoren) sowie „Ultrasonic Technology“ (Ultraschallkomponenten für verschiedene Branchen) unterteilen. Insbesondere im „Powertrain“-Segment profitierte der MS-Konzern von einer regen Nachfrage und damit einer marktgetriebenen hohen Umsatzdynamik in Nordamerika (USA, Kanada). Hier herrschte in 2015 ein unverändert hoher Nachholbedarf nach neuen emissionsärmeren Motoren, vor dem Hintergrund der seit 2010 vorgeschriebenen verschärften Abgasnorm. Bezeichnend für die sehr dynamische Umsatzentwicklung in Nordamerika sind die Verkaufszahlen bei den so genannten „Class 8“-Fahrzeugen (Nutzfahrzeuge über 15,0 Tonnen), welche in 2015 mit 249 Tausend den höchsten Wert seit 2006 aufgewiesen haben und gegenüber dem Vorjahr um über 13 % zugelegt haben. In Nordamerika erzielte der MS-Konzern um 34,42 Mio. € höhere Umsatzerlöse.

Parallel hierzu entwickelte sich auch der deutsche Absatzmarkt mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 20,12 Mio. € sehr positiv. Wichtige Faktoren waren hier die etwas

höhere Nachfrage nach Euro-VI-Dieselmotoren sowie eine positive Entwicklung bei den Ultraschallsystemen. In den übrigen Regionen blieben die Umsätze vergleichsweise konstant, wobei die Umsatzschwäche im sonstigen Europa von einem Umsatzanstieg in den übrigen amerikanischen Ländern abgefangen wurde:

Umsatzveränderung 2015 ggü. 2014 (in Mio. €)



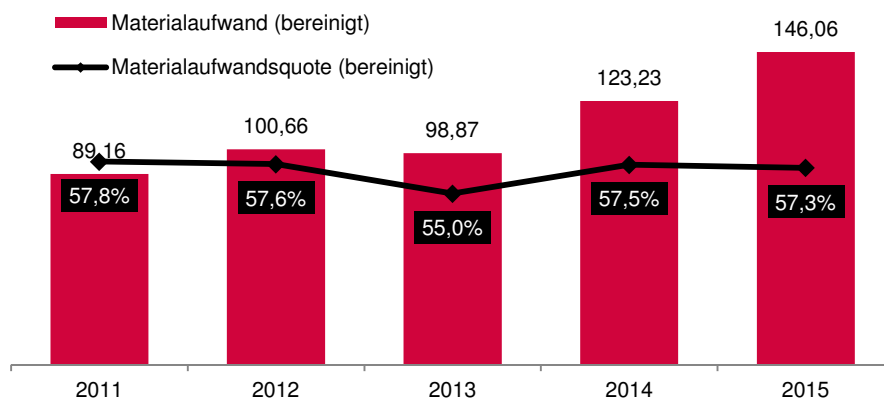
Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Neben diesen beiden Hauptsegmenten ist der MS-Konzern auch in einem untergeordneten Umfang im Bereich Immobilienbeteiligungen und Dienstleistungen tätig. Erwähnenswert ist hier der deutliche Anstieg der Umsätze bei den Immobilienbeteiligungen auf 19,35 Mio. € (VJ: 9,14 Mio. €). Diese stehen in 2015 nahezu ausschließlich im Zusammenhang mit einem Fertigungsauftrag für die neue Produktionsimmobilie (Powertrain Technology) in Trossingen. Da jedoch in gleicher Höhe Materialaufwendungen entgegenstehen, sind diese außerordentlichen Umsätze ergebnisneutral.

Ergebnisentwicklung 2015

In den Materialaufwendungen in Höhe von 168,81 Mio. € (VJ: 127,44 Mio. €), was einer auf den Umsatz bezogenen Materialaufwandsquote in Höhe von 61,5 % (VJ: 58,3 %) entspricht, sind auch die einmaligen Aufwendungen im Zusammenhang mit dem Immobilien-Fertigungsauftrag enthalten. Darüber hinaus war der MS-Konzern von ergebniswirksamen Einmaleffekten wie Währungsverluste aus Beschaffungsvorgängen bei Setzlieferanten (ca. 2,0 Mio. €) oder Mehrkosten aus der Insolvenz eines Lieferanten (ca. 1,4 Mio. €) betroffen, was zum entsprechenden überproportionalen Anstieg bei den Materialaufwendungen geführt hat. Bereinigt um diese drei genannten Effekte wäre die Materialaufwandsquote mit 57,3 % (VJ: 57,5 %) sogar leicht rückläufig gewesen:

Bereinigter Materialaufwand (in Mio. €) und bereinigte Aufwandsquote (in %)

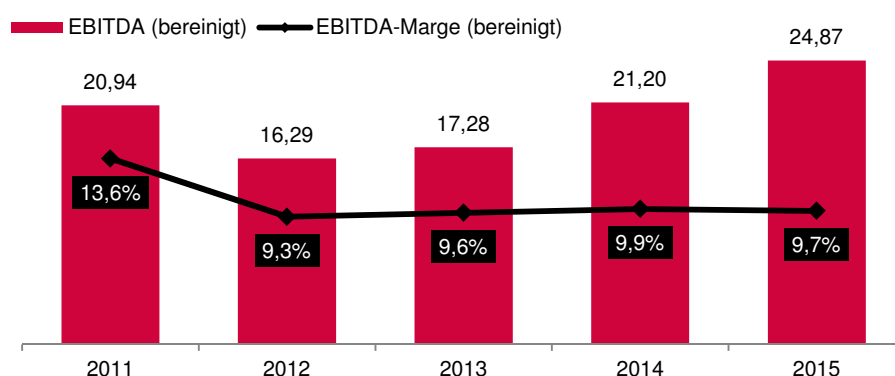


Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Bei den weiteren operativen Kosten (Personalaufwand; sonstige betriebliche Aufwendungen) weist der MS-Konzern einen Anstieg in Höhe von 20,9 % auf 91,95 Mio. € (VJ: 76,08 Mio. €) aus. Wird dem der Umsatzanstieg in Höhe von 25,6 % entgegengesetzt, werden Skaleneffekte sichtbar. Diese hätten noch stärker ausfallen können. So wurde beispielsweise der Personalbestand im Vorfeld weiteren Wachstums auf 1.049 Mitarbeiter (VJ: 985) aufgebaut, was zu einem überproportionalen Anstieg der Personalaufwendungen in Höhe von 17,8 % geführt hat.

Die erreichten Skaleneffekte wurden jedoch von den erwähnten Sondereffekten aufgezehrt, so dass sich das EBITDA in Höhe von 21,01 Mio. € (VJ: 21,20 Mio. €) nahezu konstant entwickelt hat. Das jedoch um außerordentliche Effekte (Währungsverluste; Insolvenz eines Lieferanten; Umzugskosten Trossingen iHv. 0,5 Mio. €) bereinigte EBITDA liegt mit 24,87 Mio. € (VJ: 21,20 Mio. €) oberhalb des Vorjahreswertes. Somit hat der MS-Konzern die Unternehmens-Guidance auch auf EBITDA-Ebene erfüllt. Zum Halbjahr 2015 hatte man eine deutliche Steigerung der um Sondereffekte bereinigten Ergebniskennzahlen in Aussicht gestellt:

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



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Aufgrund der Investitionen der vergangenen Geschäftsjahre verzeichnete der MS-Konzern einen leichten Anstieg bei den Abschreibungen auf 11,92 Mio. € (VJ: 11,29 Mio. €). Ausgehend vom EBIT (unbereinigt) in Höhe von 9,10 Mio. € (VJ: 9,91 Mio. €) sowie unter Berücksichtigung eines verbesserten Finanzergebnisses in Höhe von -2,80 Mio. € (VJ: -4,34 Mio. €) beläuft sich das Nachsteuerergebnis auf 3,46 Mio. € (VJ: 4,13 Mio. €). Der Rückgang beim Nachsteuerergebnis ist insbesondere auf einen signifikanten Anstieg der konzernweiten Steuerquote auf 45,3 % (VJ: 25,8 %) zurückzuführen. Dies ist im Wesentlichen eine Folge der überproportionalen Ergebnisentwicklung der in den USA tätigen Tochtergesellschaften. In den USA kommt dabei ein im Vergleich zu den anderen Regionen deutlich höherer Steuersatz zur Geltung. Der erwartete weitere Erfolg der US-amerikanischen Tochtergesellschaften wird sich auch künftig in einem höheren Steuersatz wiederfinden.

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2015

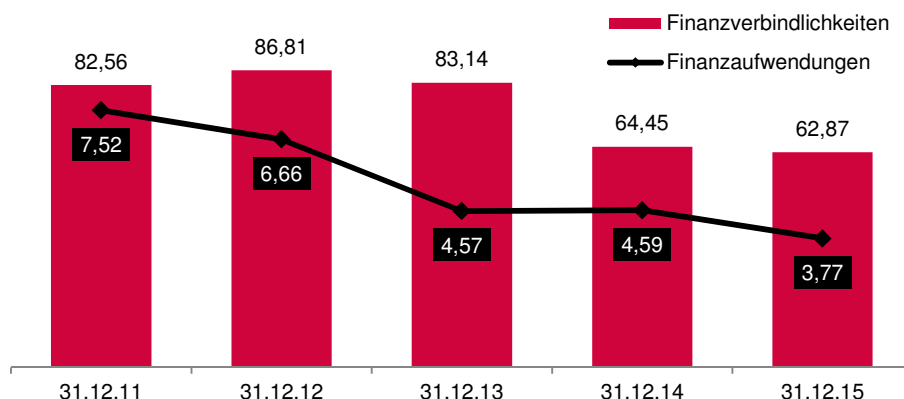
in Mio. €	30.12.2014	31.12.2014	31.12.2015
Eigenkapital	42,00	47,25	47,21
EK-Quote (in %)	27,0 %	34,2 %	31,6%
Operatives Anlagevermögen	67,92	53,00	62,53
Net Working Capital	23,46	34,58	29,32
Cashflow (operativ)	8,23	6,81	22,23
Cashflow (Investition)	-11,27	-0,44	-19,53
Cashflow (Finanzierung)	-3,38	-7,31	-3,84

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Trotz des Nachsteuerergebnisses in Höhe von 3,46 Mio. € ist das Eigenkapital mit 47,21 Mio. € gegenüber dem Vorjahresbilanzstichtag (31.12.14: 47,25 Mio. €) nahezu unverändert geblieben. Dies liegt an der Rückführung der bisher im Eigenkapital enthaltenen „Ewigen Anleihe“ in Höhe von 5,41 Mio. €. Ausgehend von einer höheren Bilanzsumme reduzierte sich die Eigenkapitalquote damit auf 31,6 % (31.12.14: 34,2 %), was wir aber als einen weiterhin soliden Wert betrachten.

Darüber hinaus stand das abgelaufene Geschäftsjahr 2015 im Zeichen der Vorbereitung zur Rückführung der am 15.07.2016 auslaufenden MS Spaichingen GmbH-Unternehmensanleihe, mit einem ausstehenden Volumen in Höhe von 22,88 Mio. €. Diesbezüglich wurden im Dezember 2015 zwei langfristige Bankdarlehen sowohl für die Wachstumsfinanzierung als auch für die Anleiherückzahlung in Höhe von insgesamt 20,0 Mio. € vereinbart (Abruf: Mitte 2016). Desweiteren stehen zum Bilanzstichtag 31.12.2015 nicht abgerufene Kontokorrentkreditlinien in Höhe von 23,9 Mio. € zur Verfügung, so dass die Rückführung der 7,25 %-Unternehmensanleihe problemlos zu bewerkstelligen sein dürfte. Bei den beiden im Dezember 2015 vereinbarten Bankkrediten gehen wir von einer Verzinsung unterhalb von 2,0 % aus, wodurch der MS-Konzern künftig weitere Einsparungen beim Finanzergebnis erzielen sollte (siehe Prognosen und Modellannahmen). Aufgrund der anstehenden Rückzahlung der Unternehmensanleihe wurde diese aus dem langfristigen Bereich in die kurzfristigen Verbindlichkeiten umgebucht.

Finanzverbindlichkeiten und Finanzaufwendungen (in Mio. €)

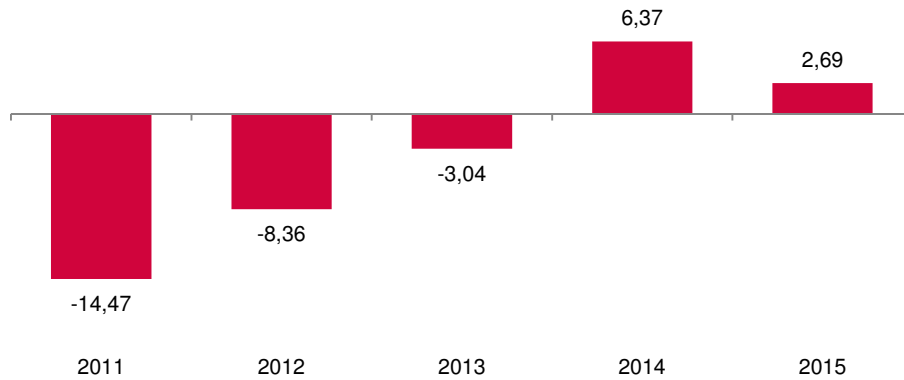


Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Stichtagsbedingt verzeichnete der MS-Konzern einen Rückgang beim Working Capital, welcher vornehmlich durch einen Anstieg bei den kurzfristigen Verbindlichkeiten und Rückstellungen zurückzuführen ist. In Konsequenz bedeutet dies einen im Vergleich zur operativen Entwicklung stichtagsbedingten überproportionalen Anstieg beim operativen Cashflow auf 22,23 Mio. € (VJ: 6,81 Mio. €). Damit war die Gesellschaft in der Lage, die

erhöhten Investitionen (hauptsächlich Fertigungsauftrag der Immobilie in Trossingen) in Höhe von insgesamt -19,53 Mio. € (VJ: -0,44 Mio. €) abzudecken und folglich einen positiven freien Cashflow in Höhe von 2,69 Mio. € (VJ: 6,37 Mio. €) zu erreichen. Der positive freie Cashflow ist ein Beleg für die Innenfinanzierungskraft der Gesellschaft:

Freier Cashflow (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung Q1 2016

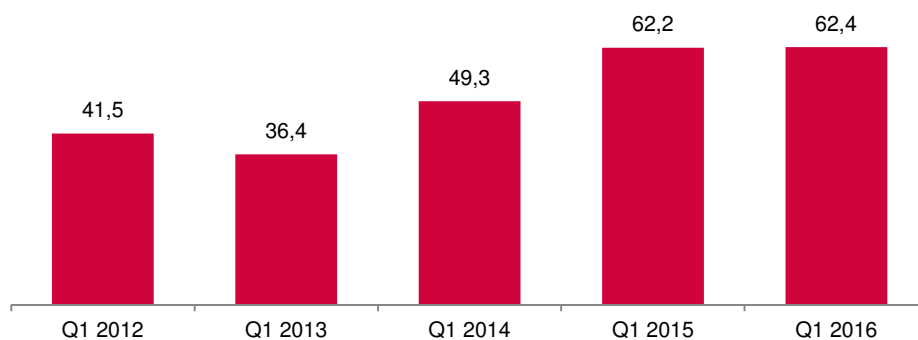
GuV (in Mio. €)	Q1 2015	Q1 2016
Umsatzerlöse (bereinigt)	62,2	62,4
EBITDA (bereinigt)	6,2	5,9
EBITDA-Marge (bereinigt)	10,0%	9,5%
Periodenergebnis (bereinigt)	1,3	1,4

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

In den ersten drei Monaten 2016 wurde das bereits hohe Umsatzniveau des vergangenen Geschäftsjahres marginal übertroffen. Die um den Bruttoausweis des Neubauprojektes Trossingen (Q1/15: 2,1 Mio. €) bereinigten Umsätze erhöhten sich leicht um 0,3 % auf 62,4 Mio. € (62,2 Mio. €). Besondere Umsatzimpulse steuerte die Umsatzregion Europa (inkl. Deutschland) bei, hier insbesondere aufgrund der weiterhin positiven Nachfrageentwicklung im Nutzfahrzeugbereich. In den USA kam es zum erwarteten Rückgang bei den Neuzulassungen, was sich allerdings nur bedingt in den Umsätzen des MS-Konzerns wiederfindet.

Getrennt nach den beiden Unternehmenssegmenten weist der „Powertrain“-Bereich ein deutliches Umsatzwachstum auf (+3 % ggü. Vorjahresquartal). Die „Ultrasonic“-Umsätze fielen hingegen um 35 % unterhalb des Vorjahreswertes aus, dies liegt jedoch in Stichtageffekten begründet. Gemäß Unternehmensangaben fand hier ein Aufbau bei den Halbfertigfabrikaten statt, welcher in den kommenden Quartalen entsprechend Umsätze auslösen wird. Dies bewirkte einen Anstieg der Betriebsleistung (inkl. Bestandsveränderungen) auf 66,1 Mio. € (VJ: 62,8 Mio. €). Insgesamt stellt das aktuell bereinigte Umsatzniveau einen neuen Rekordwert in einem ersten Quartal dar:

Bereinigte Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Beim bereinigten EBITDA (bereinigt um Währungsverluste aus Beschaffungsvorgängen mit Setzlieferanten) in Höhe von 5,9 Mio. € (Q1/15: 6,2 Mio. €) ist insbesondere bei den Personalaufwendungen infolge von Kapazitätsanpassungen mit einem überproportionalen Anstieg zu rechnen. Die Mitarbeiteranzahl ist zum Stichtag 31.03.2016 plangemäß auf 1.132 (31.03.15: 1.015) angestiegen.

Bei den Bilanzrelationen kam es im Vergleich zur Geschäftsjahresbilanz 2015 zu einer Umkehrung und damit Normalisierung des positiven Working Capital-Effektes. Stichtagsbedingt erhöhte sich das Nettoumlaufvermögen (Working Capital), was einen negativen operativen Cashflow zur Folge hatte. Insgesamt haben sich die liquiden Mittel auf 1,1 Mio. € (31.12.15: 2,4 Mio. €) reduziert. Die mit dem Working Capital-Anstieg zusammenhängende Bilanzverlängerung hatte auch eine Reduktion der Eigenkapitalquote auf 29,8 % (31.12.15: 31,6 %) zur Folge. Aufgrund von im Eigenkapital erfassten negativen Wechselkurseffekten minderte sich insgesamt das Eigenkapital auf 47,1 Mio. € (31.12.15: 47,2 Mio. €).

PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

GuV (in Mio. €)	GJ 15	GJ 16e (neu)	GJ 16e (alt)	GJ 17e (neu)	GJ 17e (alt)
Umsatzerlöse	274,44	273,00	284,70	282,63	290,39
EBITDA	21,01	26,79	28,03	29,45	31,94
EBITDA-Marge	7,7%	9,8%	9,8%	10,4%	11,0%
EBIT	9,10	14,99	17,53	17,80	22,63
EBIT-Marge	3,3%	5,5%	6,2%	6,3%	7,8%
JÜ	3,46	7,21	10,24	10,15	
EPS in €	0,12	0,24	0,34	0,34	

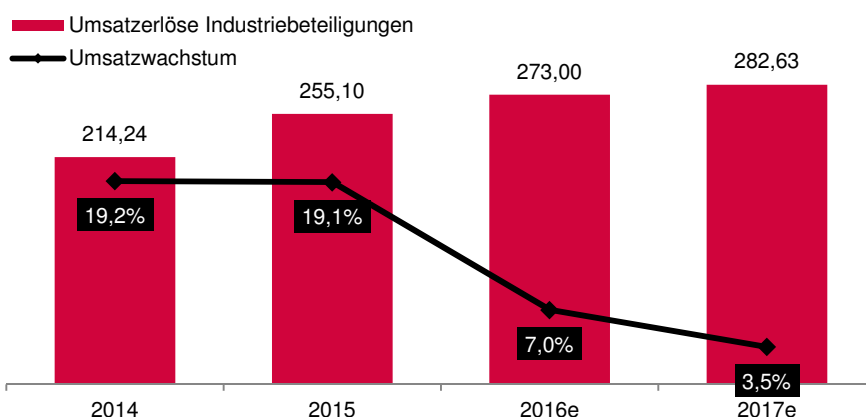
Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Umsatzprognosen 2016 und 2017

Die operative Entwicklung des abgelaufenen Geschäftsjahres 2015 war sowohl auf Umsatz-, als auch auf Ergebnisebene, von Sondereffekten geprägt. So enthalten die Konzernumsätze in Höhe von 274,44 Mio. € sowohl den Kernbereich der Industriebeteiligungen in Höhe von 255,10 Mio. € als auch Umsätze im Zusammenhang mit einem Fertigungsauftrag des neuen Produktionsgebäudes in Trossingen (19,34 Mio. €). Dabei handelt es sich um den ersten Bauabschnitt für den Geschäftsbereich „Powertrain“, welcher bereits größtenteils im Geschäftsjahr 2015 umgesetzt ist. Ein zweiter Bauabschnitt für den Geschäftsbereich „Ultraschall“ befindet sich zwar in der Planung, eine Umsetzung ist jedoch derzeit noch nicht konkret absehbar.

Zukünftig sind daher keine Umsätze aus der Immobilienfertigung zu erwarten, so dass die Gesellschaft zunächst ein rückläufiges Umsatzniveau aufweisen dürfte. Dies ist jedoch nur ein optischer Effekt, da den Fertigstellungserlösen der Immobilie in Trossingen Kosten in gleicher Höhe gegenüber standen und damit keinen Ergebnisbeitrag beigesteuert haben. Bezogen auf das Kerngeschäft „Industriebeteiligungen“ rechnen wir für 2016 mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 7,1 % auf 273,00 Mio. € (VJ: 255,10 Mio. €). Dies entspricht in etwa der Unternehmens-Guidance, die Umsatzerlöse in Höhe von rund 270 Mio. € und damit ein Umsatzwachstum in Höhe von etwa 6 % in Aussicht stellt. Für 2017 rechnen wir mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 3,5 % auf 282,63 Mio. €:

Umsatzerlöse Industriebeteiligungen (in Mio. €) und Umsatzwachstum (in %)



Quelle: GBC AG

Während in den USA marktbedingt von einer seitwärtsgerichteten Entwicklung auszugehen ist, gehen wir in Europa von einer unverändert dynamischen Entwicklung aus. In Nordamerika wird ein kurzfristiger Angebotsüberhang gesehen, weswegen bei den „Class 8“-Fahrzeugen kurzfristig eine rückläufige Entwicklung (gemäß Rhein Report: Umsatzrückgang iHv. 5,2 %) erwartet wird. Vor dem Hintergrund rechnen wir zwar mit

einer etwas geringeren Abrufzahl bei den Ventiltrieben durch den MS-Großkunden Daimler, hier dürfte jedoch durch einen Mehrverkauf bei anderen Produkten (bspw. Service-Kits) ein Ausgleich stattfinden. Im kommenden Geschäftsjahr 2017 könnten sich in den USA Vorlaufeffekte im Zusammenhang mit einer anstehenden Verschärfung der Abgasnorm (GHG: greenhouse gas 2017 -2025) positiv auswirken. Konkret beziffern lässt sich dieser Effekt jedoch nicht und daher gehen wir für die USA konservativ vor und rechnen mit einer im Vergleich zu den Vorjahren niedrigeren Wachstumsdynamik.

In Europa hingegen erwarten wir eine Fortsetzung der Wachstumsdynamik, welche sowohl dem Ultraschall-Segment (50,0 Mio. €-Schwelle sollte in 2016 übertroffen werden), als auch aus dem Powertrain-Bereich, stammen sollte. Diese Erwartung basiert auf Auftragsbeständen, welche per Ende April 2016 im Ultrasonic-Bereich um rund 44 % sowie bei Powertrain um rund 9 % über den Werten des Vorjahres lagen. Flankierend hierzu sollten bei der Elektromotorenwerk Grünhain, nach der Prototypenphase, neue Produkte in die Fertigung übergehen und damit Umsatz- und Ergebnissteigerungen mit sich bringen.

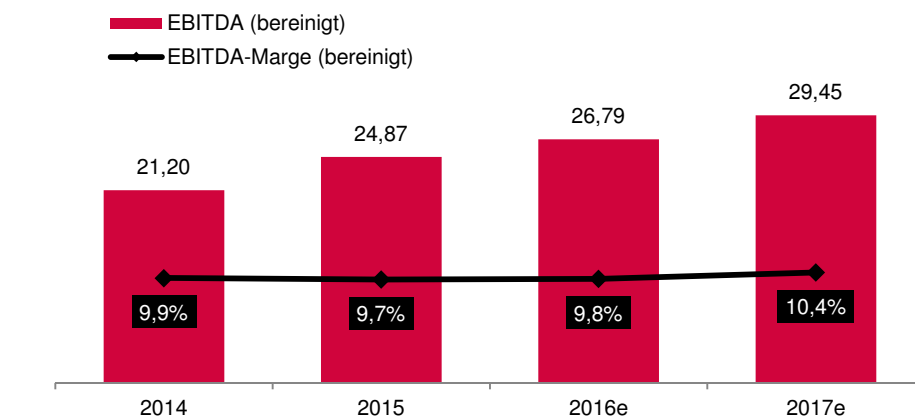
Aufgrund der Unsicherheiten hinsichtlich der Marktentwicklung in Nordamerika haben wir unsere bisherigen Umsatzprognosen und analog dazu auch die Ergebnisprognosen nach unten hin angepasst.

Ergebnisprognosen 2016 und 2017

Wir gehen für 2016 von einer im Vergleich zu den Umsätzen unveränderten Entwicklung beim bereinigten Rohertrag aus, als Folge eines unverändert hohen Anteils bei den materialintensiven Produkten (Ventiltrieb für den Weltmotor). Der Rohertrag „as reported“ sollte jedoch vor dem Hintergrund der wegfallenden Effekte aus dem Fertigungsauftrag der Produktionsimmobilie in Trossingen sowie aufgrund des erwarteten Wegfalls von Sondereffekten (Währungsverluste; Mehrkosten aus der Insolvenz eines Lieferanten) gemäß unseren Erwartungen auf 117,99 Mio. € (GJ 2015: 112,96 Mio. €) zulegen, was einen auf den Umsatz bezogenen Anstieg bei der Rohertragsmarge auf 43,2 % (VJ: 41,2 %) bedeutet. In 2017 sollte der MS-Konzern beim Rohertrag proportional zulegen.

Analog hierzu erwarten wir, vor dem Hintergrund einer nur unterproportionalen Entwicklung bei den sonstigen Aufwendungen und beim Personalaufwand, auch gegenüber dem bereinigten EBITDA einen überproportionalen Anstieg in 2016 auf 26,77 Mio. € (EBITDA-Marge: 9,8 %) sowie in 2017 auf 29,45 Mio. € (EBITDA-Marge: 10,4 %). Dies deckt sich mit der zum 31.03.2016 aktualisierten Unternehmens-Guidance, wonach eine leichte Steigerung bei den wesentlichen Ergebniskennzahlen erwartet wird.

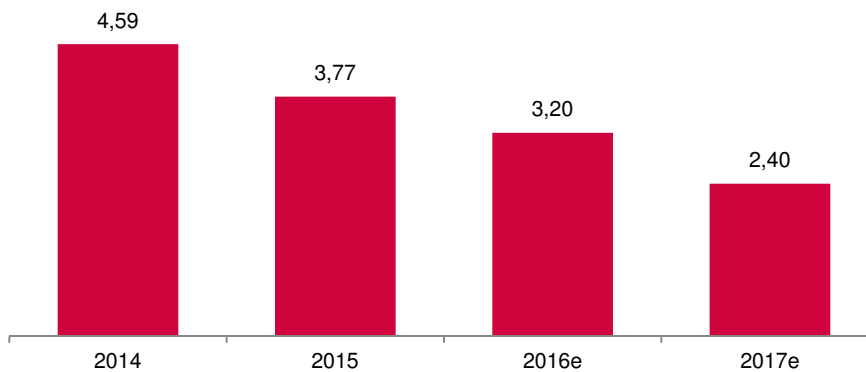
Bereinigtes EBITDA (in Mio. €) und bereinigte EBITDA-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

Ein maßgeblicher Faktor unserer Prognosen ist die zum 15.07.2016 anstehende Umschuldung der 7,25 %-Unternehmensanleihe mit einem aktuell ausstehenden Volumen in Höhe von 22,88 Mio. €. Hierfür wurden Ende des Geschäftsjahres 2015 zwei langfristige und vergleichsweise zinsgünstige Darlehen (Zinssatz < 2,0 %) vereinbart. Insgesamt wird der MS-Konzern damit einen deutlichen Rückgang bei den Zinsaufwendungen aufweisen, welcher sich im kommenden Geschäftsjahr 2017 erstmalig ganzjährig auswirken wird:

Finanzaufwendungen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Das Vorsteuerergebnis dürfte in 2016 deutlich auf 12,01 Mio. € (GJ 2015: 6,29 Mio. €) und in 2017 auf 15,62 Mio. € zulegen. Grundsätzlich dürfte der MS-Konzern eine höhere Steuerquote aufweisen als bisher angenommen. Dies ist auf den zunehmenden Ergebnisbeitrag aus Nordamerika zurückzuführen, wo ein im Vergleich zu anderen Regionen deutlich höherer Steuersatz zur Geltung kommt. In unseren Prognosen unterstellen wir für 2016 einen Steuersatz in Höhe von 40,0 % sowie in den Folgejahren in Höhe von 35,0 %. Der MS-Konzern wird erwartungsgemäß damit auch beim Nachsteuerergebnis einen Anstieg auf 7,21 Mio. € (GJ 2016) sowie auf 10,15 Mio. € (GJ 2017) erreichen. Eine erstmalige Dividendenausschüttung sollte erst ab dem Geschäftsjahr 2018 erfolgen.

Bewertung

Modellannahmen

Die MS Industrie AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2016 und 2017 in Phase 1, erfolgt von 2018 bis 2023 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 11,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 35,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

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

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,00 % (bisher: 1,50 %).**

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 9,00 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 85,0 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,00 % (bisher 8,59 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,00 % (bisher: 8,59 %) errechnet. Die Reduktion des WACC ist einerseits eine Folge des niedrigeren risikolosen Zinssatzes sowie andererseits auf niedrigere Fremdkapitalkosten zurückzuführen. Diese ergeben sich aus der im Juli 2016 anstehenden Rückführung der 7,25 %-Unternehmensanleihe, welche vornehmlich über deutlich zinsgünstigere Bankkredite erfolgen soll. Der im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells ermittelte faire Wert je Aktie reduziert sich indes auf 6,00 € (bisher: 7,00 €). Dabei überwiegt die leichte Prognosereduktion (siehe Prognose und Modellannahmen) die positiven Bewertungseffekte aus dem niedrigeren WACC.

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	11,0%	ewige EBITA - Marge	7,4%
AFA zu operativen Anlagevermögen	17,4%	effektive Steuerquote im Endwert	35,0%
Working Capital zu Umsatz	10,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency					final End- wert	
	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e		GJ 23e
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	273,00	282,63	291,11	299,84	308,84	318,10	327,65	337,47	
US Veränderung	-0,5%	3,5%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	4,22	4,56	4,56	4,56	4,56	4,56	4,56	4,56	
EBITDA	26,79	29,45	32,02	32,98	33,97	34,99	36,04	37,12	
EBITDA-Marge	9,8%	10,4%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	
EBITA	14,99	17,80	21,22	21,86	22,51	23,19	23,89	24,60	7,4%
EBITA-Marge	5,5%	6,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	
Steuern auf EBITA zu EBITA	-6,00	-6,23	-7,43	-7,65	-7,88	-8,12	-8,36	-8,61	35,0%
EBI (NOPLAT)	8,99	11,57	13,79	14,21	14,63	15,07	15,53	15,99	
Kapitalrendite	9,8%	12,2%	14,8%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,4%
Working Capital (WC)	30,00	31,00	29,11	29,98	30,88	31,81	32,76	33,75	
WC zu Umsatz	11,0%	11,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Investitionen in WC	-0,68	-1,00	1,89	-0,87	-0,90	-0,93	-0,95	-0,98	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	64,73	62,00	63,86	65,78	67,75	69,78	71,87	74,03	
AFA auf OAV	-11,80	-11,65	-10,80	-11,12	-11,46	-11,80	-12,16	-12,52	
AFA zu OAV	18,2%	18,8%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	
Investitionen in OAV	-14,00	-8,92	-12,66	-13,04	-13,43	-13,83	-14,25	-14,68	
Investiertes Kapital	94,73	93,00	92,97	95,76	98,63	101,59	104,64	107,78	
EBITDA	26,79	29,45	32,02	32,98	33,97	34,99	36,04	37,12	
Steuern auf EBITA	-6,00	-6,23	-7,43	-7,65	-7,88	-8,12	-8,36	-8,61	
Investitionen gesamt	-14,68	-9,92	-10,77	-13,91	-14,33	-14,76	-15,20	-15,66	
Investitionen in OAV	-14,00	-8,92	-12,66	-13,04	-13,43	-13,83	-14,25	-14,68	
Investitionen in WC	-0,68	-1,00	1,89	-0,87	-0,90	-0,93	-0,95	-0,98	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	6,11	13,30	13,82	11,42	11,76	12,11	12,48	12,85	241,16

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	206,20	209,39
Barwert expliziter FCFs	65,48	57,42
Barwert des Continuing Value	140,72	151,97
Nettoschulden (Net debt)	41,51	30,39
Wert des Eigenkapitals	164,69	179,00
Fremde Gewinnanteile	0,01	0,01
Wert des Aktienkapitals	164,70	179,02
Ausstehende Aktien in Mio.	29,82	29,82
Fairer Wert der Aktie in EUR	5,52	6,00

Kapitalkostenermittlung:

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

Kapitalrendite	WACC				
	7,4%	7,7%	8,0%	8,3%	8,6%
14,9%	6,54	6,16	5,81	5,50	5,22
15,2%	6,65	6,26	5,91	5,59	5,30
15,4%	6,76	6,36	6,00	5,68	5,39
15,7%	6,87	6,46	6,10	5,77	5,47
15,9%	6,98	6,56	6,19	5,86	5,55

ANHANG

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

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

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst
Felix Gode CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellvertr. Chefanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 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