



Researchstudie (Update)

MS Industrie AG



„Im ersten Halbjahr 2015 eine gute Basis gelegt, um die anvisierten Rekordwerte beim Umsatz und Ergebnis zu erreichen“

Kursziel: 7,00 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 13**

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

Rating: Kaufen
Kursziel: 7,00

Aktueller Kurs: 4,50
27.8.2015 / ETR / 16:52 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005855183
WKN: 585518
Börsenkürzel: MSAG

Aktienanzahl³: 30,00
Marketcap³: 135,00
EnterpriseValue³: 175,33
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 60,0 %

Transparenzlevel:
General Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.2014

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 14

Unternehmensprofil

Branche: Industrie

Fokus: Motoren- und Antriebstechnik,
Ultraschalltechnik und Elektromotoren

Mitarbeiter: 1.044 (30.06.2015)

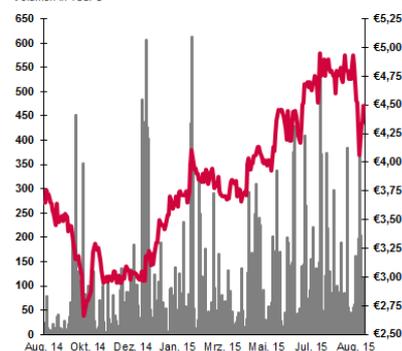
Gründung: 1991

Firmensitz: München

Vorstand: Dr. Andreas Aufschnaiter, 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 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.

Volumen in Tsd. €



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015e	31.12.2016e
Umsatz	179,78	218,45	267,94	284,70
EBITDA	17,28	21,20	24,92	28,03
EBIT	6,73	9,91	13,75	17,53
Jahresüberschuss	1,98	4,13	7,30	10,24

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,07	0,14	0,24	0,34
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,03	0,80	0,65	0,62
EV/EBITDA	10,73	8,27	7,04	6,26
EV/EBIT	27,53	17,69	12,75	10,00
KGV	68,35	32,70	18,50	13,18
KBV		2,86		

Finanztermine

Nov. 2015: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

19.5.2015: RS / 7,00 / KAUFEN

8.12.2014: RG / 4,40 / KAUFEN

15.9.2014: RS / 4,40 / KAUFEN

21.8.2014: RS / 4,30 / KAUFEN

29.7.2014: RG / 4,30 / 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 Wachstumsdynamik erzielte die MS Industrie AG im ersten Halbjahr 2015 ein Umsatzwachstum in Höhe von 22,7 % auf 128,34 Mio. € (1.HJ/14: 104,61 Mio. €). Dabei profitierte die Gesellschaft von einer unverändert positiven Entwicklung des Nutzfahrzeugmarktes in Europa sowie insbesondere in den USA. Aufgrund des hohen Nachholbedarfes, vor dem Hintergrund verschärfter Abgasnormen in Nordamerika, hat der MS-Konzern mit einem absoluten Umsatzwachstum in Höhe von 18,12 Mio. € das größte Wachstum in dieser Region erreicht. In Deutschland kletterten die Umsätze um 3,60 Mio. €.
- Zwar verbesserte sich der Rohertrag, als Folge der positiven Umsatzentwicklung auf 53,17 Mio. € (1.HJ/14: 47,97 Mio. €), die Rohertragsmarge lag jedoch mit 41,4 % (1.HJ/14: 45,9 %) unterhalb des Vorjahresniveaus. Bei der Analyse des Rohertrages sind jedoch Sondereffekte zu beachten. Diese stehen im Zusammenhang mit der anteiligen Veräußerung der Tochtergesellschaft Beno Immobilien GmbH (1.HJ/14), mit außerordentlichen Aufwendungen im Rahmen eines Lieferantenwechsels sowie negativen Währungseffekten. Darüber hinaus haben die Erstellungskosten des neuen Industriegebäudes in Trossingen ebenfalls zu einem Rückgang der Rohertragsmarge geführt. Bereinigt um diese Effekte hätte der MS-Konzern eine Rohertragsmarge in Höhe von 44,5 % und damit nur leicht unterhalb des Vorjahreswertes (45,9 %) ausgewiesen.
- Im Vergleich zur bereinigten Rohertragsmarge verbesserte sich die bereinigte EBITDA-Marge auf 10,2 % (1.HJ/14: 9,6 %) und damit erhöhte sich das EBITDA auf 12,51 Mio. € (1.HJ/14: 9,71 Mio. €). Dies ist unter anderem auf Skaleneffekte und damit auf eine unterproportionale Kostenentwicklung im sogenannten Overheadbereich zurückzuführen.
- Die Tendenzen der ersten sechs Monate 2015 sollten sich auch im zweiten Halbjahr fortsetzen. Analog zur Unternehmens-Guidance, wonach im Bereich der Industriebeteiligungen Gesamtjahresumsätze von mindestens 250,0 Mio. € in Aussicht gestellt werden, erwarten wir Umsätze in Höhe von 251,94 Mio. Für das kommende Geschäftsjahr 2016 rechnen wir in diesem Segment mit Umsätzen in Höhe von 274,70 Mio. € und gehen damit konservativ von einer abnehmenden Dynamik aus. Die Marktvorgaben sind indes weiterhin positiv und sollten, analog zu den ersten sechs Monaten 2015, insbesondere aus Deutschland und Nordamerika Wachstumsimpulse beisteuern.
- Aufgrund außerordentlicher Belastungen rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr 2015 mit einem leichten EBITDA-Margenrückgang auf 9,3 % (24,92 Mio. €). Im kommenden Geschäftsjahr 2016 sollte der MS-Konzern wieder an das alte Margenniveau anknüpfen, wenngleich weitere Effekte aus dem Umzug der Antriebstechnik im Zusammenhang mit dem zweiten Bauabschnitt der Produktionsimmobilie in Trossingen eine Rolle spielen werden. Langfristig berücksichtigen wir in unserem DCF-Bewertungsmodell eine operative EBITDA-Marge in Höhe von 11,0 %.
- **Auf Basis des aktualisierten DCF-Modells haben wir unverändert einen fairen Wert je Aktie in Höhe von 7,00 € ermittelt. Zwar haben wir eine leichte Prognoseanhebung vorgenommen, diese wird durch die Erhöhung des risikolosen Zinssatzes auf 1,50 % (bisher: 1,00 %) und damit die Anhebung des Diskontierungssatzes kompensiert. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau vergeben wir weiterhin das Rating KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

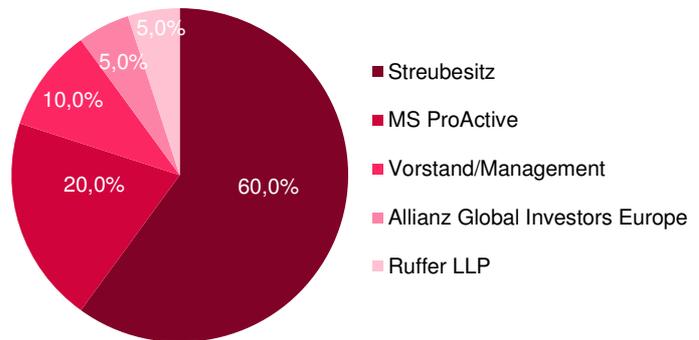
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Gesellschaftsrechtliche Struktur.....	4
Wichtige Referenzkunden.....	4
Geschäftsentwicklung 1.HJ 2015	5
Umsatzentwicklung 1.HJ 2015.....	5
Ergebnisentwicklung 1.HJ 2015.....	6
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2015	8
Prognosen und Bewertung.....	9
Umsatzprognosen.....	9
Ergebnisprognosen.....	10
Modellannahmen	11
Bestimmung der Kapitalkosten	11
Bewertungsergebnis	11
DCF-Modell.....	12
Anhang	13

UNTERNEHMEN

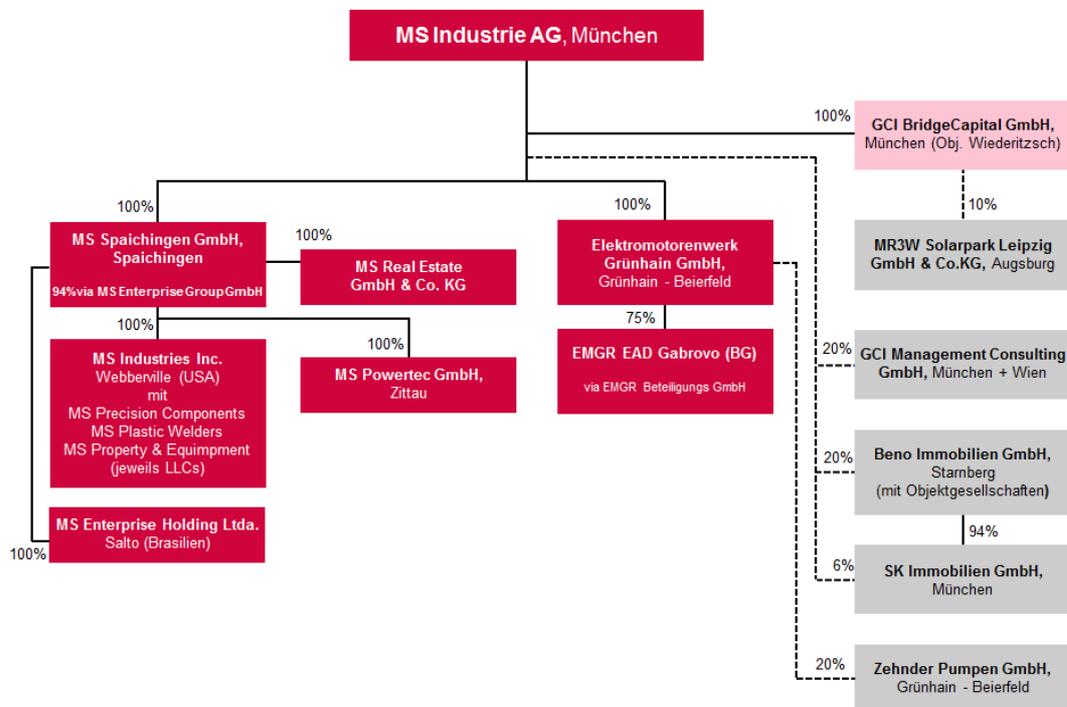
Aktionärsstruktur

Anteilseigener	in %
MS ProActive	20,0%
Vorstand / Management	10,0%
Allianz Global Investors Europe	5,0%
Ruffer LLP	5,0%
Streubesitz	60,0%

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG



Gesellschaftsrechtliche Struktur



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Wichtige Referenzkunden



GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2015

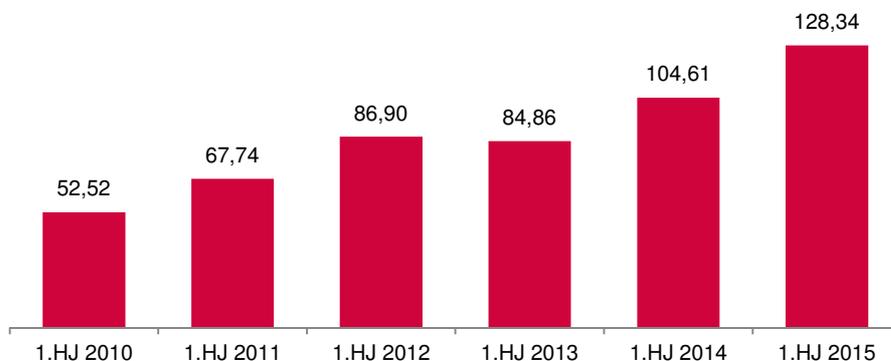
in Mio. €	HJ 2013	Δ in %	HJ 2014	Δ in %	HJ 2015
Umsatzerlöse	84,86	23,3%	104,61	22,7%	128,34
EBITDA	9,21	20,9%	11,13	-1,0%	11,01
EBITDA-Marge	10,9%	-0,3Pp	10,6%	-2,0Pp	8,6%
EBIT	4,17	33,1%	5,55	-3,2%	5,38
EBIT-Marge	4,9%	+0,4Pp	5,3%	-1,1Pp	4,2%
Periodenergebnis	1,37	108,0%	2,84	-12,7%	2,48
EPS in €	0,05	104,1%	0,10	-12,6%	0,08

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 1.HJ 2015

Mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 22,7 % auf 128,34 Mio. € (1.HJ/14: 104,61 Mio. €) hat sich bei der MS Industrie AG die Wachstumsdynamik der Vorperioden auch im ersten Halbjahr 2015 fortgesetzt und damit war der Industriekonzern abermals in der Lage, deutlich stärker als das Marktumfeld zu wachsen. Gemäß VDMA-Statistiken ist die Produktion von Maschinen und Anlagen in Deutschland in den ersten sechs Monaten 2015 mit einem Minus von 0,5 % leicht rückläufig gewesen. Dabei positioniert sich der MS-Konzern mit seinen beiden Segmenten „Powertrain“ (Motor- und Antriebstechnik, Elektromotoren) und „Ultrasonic Technology Group“ (Ultraschall-Sondermaschinen und Ultraschallsysteme für die Verpackungsindustrie) in sehr wachstumsstarken Teilbereichen des Maschinen- und Fahrzeugbaus und ist zudem im Rahmen der internationalen Ausrichtung in wachstumsstarke Regionen tätig.

Umsatzerlöse auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



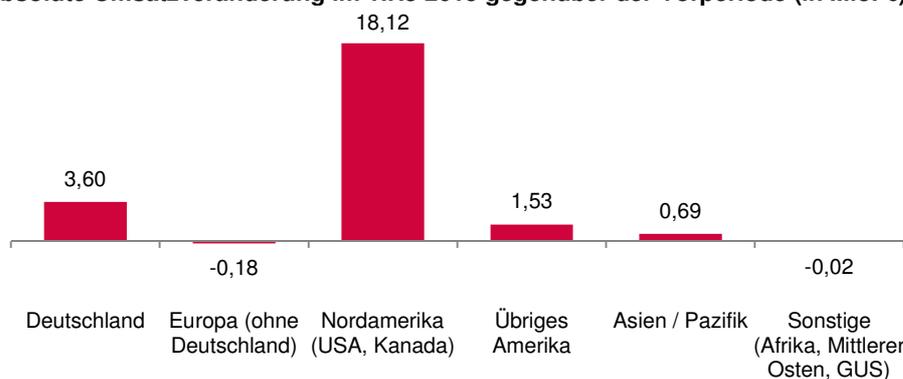
Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

So profitiert die Gesellschaft über den größten Bereich, Motoren- und Antriebstechnik, als Konstrukteur von Baugruppen und Systeme für Dieselmotoren, von einer positiven Entwicklung des Nutzfahrzeugmarktes in Europa und in den USA. Während beispielsweise in Deutschland der Absatz mit „Schweren LKW“ im ersten Halbjahr 2015 um 2,2 % (Quelle: ACEA) zugelegt hat, ist in den USA, der zweiten für diesen Geschäftsbereich wichtigen Region, der Markt für Schwere LKW um 23,4 % (Quelle: Automotive News) gewachsen. Diese Diskrepanz erklärt sich durch den sehr hohen Nachholbedarf in den USA, vor dem Hintergrund einer seit 2010 vorgeschriebenen verschärften Abgasnorm, in Verbindung mit einer Kaufzurückhaltung in den letzten Jahren.

Die MS Industrie AG hängt im Geschäftsbereich Powertrain als Hersteller von Motorenkomponenten für Dieselmotoren direkt von der Nachfrage des Nutzfahrzeugmarktes ab. Seit 2005 ist die Gesellschaft Single-Source-Supplier für den Ventiltrieb für die Daimler Motorengeneration NEG, „Blue Efficiency Power OM 47X“ für schwere Nutzfahrzeuge.

Die regionale Aufteilung der Umsätze verdeutlicht die marktgetriebene hohe Umsatzdynamik in Nordamerika (USA, Kanada), mit einem signifikanten Umsatzanstieg in Höhe von 18,12 Mio. € auf 54,07 Mio. € (VJ: 35,94 Mio. €). Auch der deutsche Absatzmarkt entwickelte sich mit einer Erhöhung der Umsätze um 3,60 Mio. € auf 61,98 Mio. € (VJ: 58,38 Mio. €) sehr positiv, während die Umsatzentwicklung in den weiteren Regionen vergleichsweise konstant geblieben ist:

Absolute Umsatzveränderung im 1.HJ 2015 gegenüber der Vorperiode (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Neben dem Bereich Industriebeteiligungen, welcher die beiden wichtigsten Segmente „Powertrain“ und „Ultrasonic Technology Group“ enthält, ist die MS Industrie AG in einem untergeordneten Umfang im Bereich Immobilienbeteiligungen und Dienstleistungen tätig. Der Umsatzbeitrag der Industriebeteiligungen ist jedoch mit 122,76 Mio. € (VJ: 99,87 Mio. €) für insgesamt 95,6 % (VJ: 95,5 %) der Gruppenumsätze verantwortlich und daher spielen die industriefernen Bereiche umsatzseitig eine nur untergeordnete Rolle.

Im Segment der Immobilienbeteiligungen weist der MS-Konzern, analog zur Baufortschritt der Produktionsimmobilie in Trossingen, Umsatzerlöse in Höhe von 5,51 Mio. € aus. Diese Erlöse sind jedoch ergebnisneutral, da in gleicher Höhe Kosten entgegenstehen.

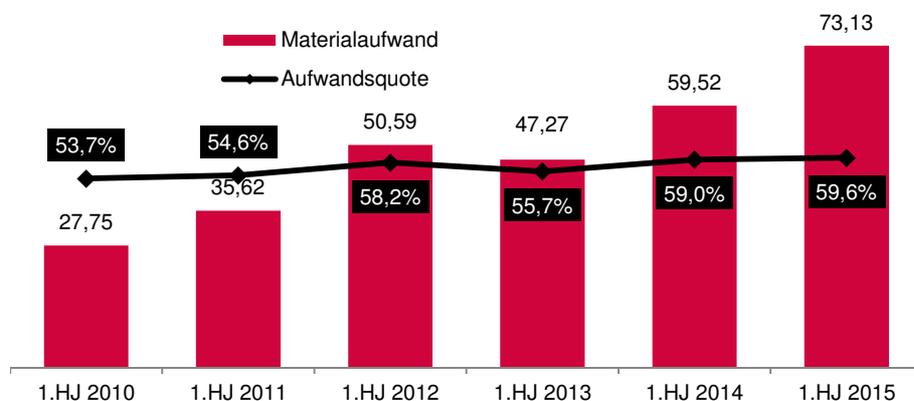
Ergebnisentwicklung 1.HJ 2015

Zwar verbesserte sich der Rohertrag als Folge der positiven Umsatzentwicklung auf 53,17 Mio. € (1.HJ/14: 47,97 Mio. €), die Rohertragsmarge lag jedoch mit 41,4 % (1.HJ/14: 45,9 %) unterhalb des Vorjahresniveaus. Bei der Analyse des Rohertrages sind jedoch außerordentliche Sondereffekte zu beachten. So wurden im Vorjahr im Zusammenhang mit der im Mai 2014 erfolgten Veräußerung der Mehrheitsanteile an der Tochtergesellschaft Beno Immobilien GmbH ein außerordentlicher Rohertrag in Höhe von 1,42 Mio. € erzielt.

Darüber hinaus waren die Materialaufwendungen in der abgelaufenen Berichtsperiode ebenfalls von außerordentlichen Effekten belastet. Demnach verzeichnete die MS-Gruppe im ersten Halbjahr 2015 im Beschaffungsbereich Währungsverluste (ca. 1,0 Mio. €) sowie Mehrkosten im Rahmen eines Lieferantenwechsels (ca. 0,5 Mio. €). Zudem werden die Erstellungskosten des in Eigenregie durchgeführten Neubauprojektes Trossingen (neues Industriegebäude für den Bereich Powertrain) in Höhe von 5,51 Mio. € im Materialaufwand erfasst (ergebnisneutral, da ebenfalls 5,51 Mio. € in den Umsatzerlösen berücksichtigt werden). Ohne die genannten Effekte hätte die MS-Gruppe Materialaufwendungen in Höhe von 73,16 Mio. € (VJ: 59,52 Mio. €) ausgewiesen, was einer bereinigten Aufwandsquote von 59,6 % (59,0 %) gleichkommt. Die bereinigte Rohertragsmar-

ge ist folglich mit 44,5 % nur leicht unterhalb des Vorjahreswertes von 46,2 % ausgefallen:

Materialaufwand (in Mio. €) und Materialaufwandsquote (in %)

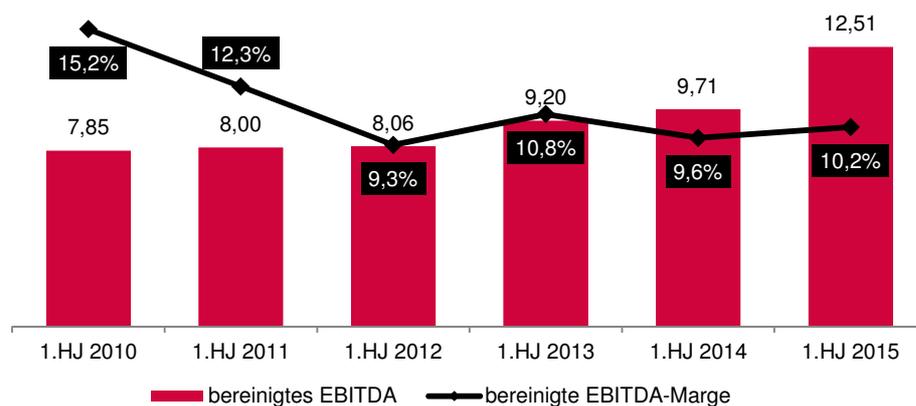


Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Der leichte Anstieg bei der bereinigten Materialaufwandsquote ist durch den Umsatzzuwachs im materialintensiveren Bereich Motoren-/Antriebstechnik und damit durch den Umsatzmix zu erklären.

Nach Eliminierung dieser Effekte hätte die MS Industrie AG in den ersten sechs Monaten 2015 ein EBITDA in Höhe von 12,51 Mio. € (VJ: 9,71 Mio. €) und zugleich einen Anstieg der bereinigten EBITDA-Marge auf 10,2 % (VJ: 9,6 %) erreicht. Entgegen des EBITDA „as reported“ weist die Gesellschaft somit eine weitere Verbesserung der Rentabilität im Kerngeschäft auf.

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



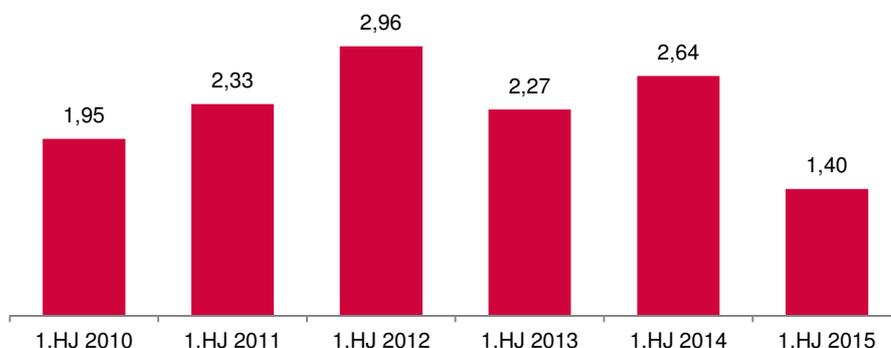
Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Flankierend hierzu wurden im Bereich der weiteren Aufwandspositionen (Personalaufwand, sonst. betrl. Aufwendungen) Skaleneffekte realisiert. In Summe legten diese im Vergleich zum Umsatzanstieg (22,7%) um 14,4 % auf 42,15 Mio. € (VJ: 36,84 Mio. €) und damit nur unterproportional zu.

Erwähnenswert ist zudem die deutliche Verbesserung des Finanzergebnisses auf 1,40 Mio. € (VJ: 2,64 Mio. €), welches maßgeblich mit der Endkonsolidierung der Beno Immobilien GmbH in Verbindung steht. Einerseits wird das Nettoergebnis dieser 20%igen Beteiligung nunmehr im Finanzergebnis erfasst, andererseits werden die Finanzaufwendungen der Beno nicht mehr konsolidiert berücksichtigt. Grundsätzlich wird dies zu einer

Verbesserung des Finanzergebnisses, wie es bereits in den ersten sechs Monaten 2015 der Fall war, führen. Der Finanzertrag in Höhe von 0,43 Mio. € steht im Zusammenhang mit Bewertungseffekten bei den Beno-Immobilien, anteilig bezogen auf die verbliebene 19,9 %ige Minderheitsbeteiligung.

Finanzergebnis (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2015

in Mio. €	30.06.2014	31.12.2014	30.06.2015
Eigenkapital	44,22	47,25	51,20
EK-Quote (in %)	30,0 %	34,2 %	34,3%
Nettoverschuldung	53,96	40,33	39,47
Operatives Anlagevermögen	61,57	53,00	56,15
Net Working Capital	25,53	34,58	34,51
Cashflow (operativ)	-1,52	6,81	7,84
Cashflow (Investition)	1,73	-0,44	-6,48
Cashflow (Finanzierung)	-2,94	-7,31	-0,85

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Der mehrheitliche Verkauf der Tochtergesellschaft Beno Immobilien GmbH hat bereits zu einer deutlichen Verbesserung der Bilanzrelationen zum 30.06.2014 geführt. In den ersten sechs Monaten 2015 hat die MS Industrie AG weitere Verbesserungen beim Bilanzbild erzielt. Infolge der positiven Entwicklung des Periodenergebnisses sowie der sonstigen Rücklagen erhöhte sich dabei das Eigenkapital auf 51,20 Mio. € (31.12.14: 47,25 Mio. €) und die entsprechende EK-Quote, als Ergebnis einer Bilanzverlängerung, auf 34,3 % (31.12.14: 34,2 %).

Erwähnenswert ist darüber hinaus der Umstand, wonach der MS-Konzern in der Lage war, die Investitionen in Summe von -6,48 Mio. € durch den operativen Cashflow in Höhe von 7,84 Mio. € abzudecken, was einen Beleg zur hohen Innenfinanzierungskraft der Gesellschaft liefert. Bei einem nahezu unveränderten Working Capital (Nettoumlaufvermögen) von 34,51 Mio. € (31.12.14: 34,58 Mio. €) ist das Niveau des operativen Cashflows als hoch zu bezeichnen und beruht gleichzeitig nicht auf Stichtageffekte. Aufgrund der hohen Innenfinanzierungskraft war die Gesellschaft in der Lage, trotz vergleichsweise hoher Investitionen, die Nettoverschuldung auf 39,47 Mio. € (31.12.14: 40,33 Mio. €) weiter leicht zu reduzieren. Ohnehin ist es der MS-Gruppe gelungen, im Nachgang der Beno-Veräußerung, die Verschuldungsrelationen erheblich zu verbessern. Noch zum Ende des Geschäftsjahres 2013 belief sich die Nettoverschuldung auf 53,96 Mio. €.

PROGNOSEN UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2014	GJ 15e (alt)	GJ 15e (neu)	GJ 16 (alt)	GJ 16e (neu)
Umsatzerlöse	218,45	249,46	267,94	261,18	284,70
EBITDA	21,20	25,53	24,92	27,20	28,03
EBITDA-Marge	9,7%	10,2%	9,3%	10,4%	9,8%
EBIT	9,91	14,37	13,75	16,71	17,53
EBIT-Marge	4,5%	5,8%	5,1%	6,4%	6,2%
Jahresüberschuss	4,13	7,32	7,30	9,16	10,24
EPS in €	0,14	0,24	0,24	0,31	0,34

Quelle: GBC AG

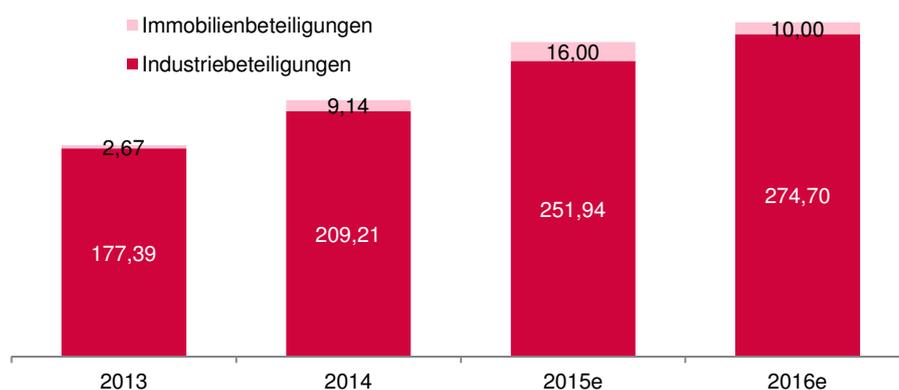
Umsatzprognosen

Mit dem in den ersten sechs Monaten 2015 erreichten 22,7%igen Umsatzwachstum auf 128,34 Mio. € hat die MS Industrie AG unsere Erwartungen leicht übertraffen und gleichzeitig eine gute Grundlage für das geplante Erreichen eines neuen Umsatzrekordwertes auf Gesamtjahresbasis 2015 geschaffen. In den aktualisierten Unternehmensprognosen geht das Management nunmehr davon aus, das Ziel eines Konzernumsatzes in Höhe von knapp 250 Mio. € zumindest zu erreichen, bzw. sogar zu übertreffen.

Die Unternehmens-Guidance bezieht sich nach unserem Verständnis alleine auf den Industriebereich, im Rahmen dessen im ersten Halbjahr 2015 Umsatzerlöse in Höhe von 122,78 Mio. € erzielt wurden. Folglich müsste das Industriesegment in der traditionell umsatzstärkeren zweiten Jahreshälfte Umsatzerlöse in Höhe von mindestens 127,22 Mio. € erzielen, was wir als eine realistische bzw. leicht konservative Annahme erachten. Die Grundlage dafür stellen die hohen Auftragsbestände, welche zum Ende des ersten Halbjahres 2015 etwa 3,0 % über dem Vorjahreswert lagen sowie nach den ersten sechs Wochen des laufenden Q3/2015 insbesondere in den USA und in Europa deutlich über den Vorjahreswerten liegen.

Ähnlich wie in der abgelaufenen Berichtsperiode soll der Powertrain-Bereich von der Abgasnorm „Euro VI“ in Europa sowie von Aufholeffekten in den USA profitieren und damit eine Fortsetzung der Umsatzdynamik erzielen. Flankierend dazu sollte das Segment Ultrasonic, mit welchem vornehmlich die PKW-Industrie und zunehmend auch die Verpackungsindustrie adressiert wird, ebenfalls von den guten, nicht stückzahlabhängigen Marktvorgaben profitieren. Auch im Bereich der Elektromotoren sollte der Konzern die Umsatzsteigerung fortsetzen, wobei ab Herbst 2015 die neue bulgarische Tochtergesellschaft „EMGR EAD“ mit der Fertigung von speziellen, konischen Elektromotoren für die Kranindustrie beginnen wird:

Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

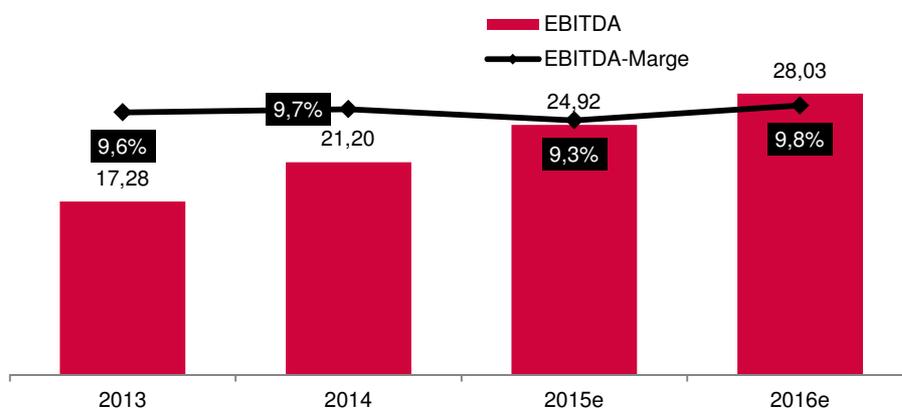
Zusätzlich zum größten Segment Industriebeteiligungen rechnen wir im Zuge der Erstellung des ersten Bauabschnittes beim neuen Produktionsgebäude in Trossingen mit ergebnisneutralen Umsatzerlösen in Höhe von 16,00 Mio. €. Der zweite Bauabschnitt in Trossingen sollte insgesamt ergebnisneutrale Umsatzerlöse in Höhe von 20,00 Mio. € generieren, wobei wir mit einer hälftigen Aufteilung in den Geschäftsjahren 2016 und 2017 rechnen. Zusammen mit der Annahme einer Fortsetzung der Umsatzdynamik bei den Industriebeteiligungen sollte die MS Industrie AG insgesamt Umsatzerlöse in Höhe von 267,94 Mio. € (GJ 2015e) sowie 284,70 Mio. € (GJ 2016e) erzielen. Damit heben wir unsere bisherigen Umsatzprognosen jeweils leicht an.

Ergebnisprognosen

Auf Ebene des EBITDA rechnen wir für das Geschäftsjahr 2015 mit einem Anstieg auf 24,92 Mio. € (GJ 2014: 21,20 Mio. €). Der von uns antizipierte EBITDA-Margenrückgang auf 9,3 % (GJ 2014: 9,7 %) ist maßgeblich auf einmalige Sondereffekte zurückzuführen. Einerseits war dabei der Vorjahreswert von Erträgen im Zusammenhang mit der Veräußerung der Beno-Anteile positiv beeinflusst. Andererseits sind in der abgelaufenen Berichtsperiode Sonderaufwendungen in Höhe von etwa 1,5 Mio. € aus Währungsverlusten sowie aus einem Lieferantenwechsel entstanden.

Darüber hinaus geht die Errichtung des Produktionsgebäudes in Trossingen, aufgrund der Ergebnisneutralität der Umsatzerlöse, mit einer Reduktion der Ergebnismargen einher. Diesen Effekt haben wir auch für das kommende Geschäftsjahr 2016 berücksichtigt:

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



Quelle: GBC AG

Nach dem Auslaufen der margenbelastenden Sondereffekte sollte die MS Industrie AG in der Lage sein, operative EBITDA-Margen in Höhe von 11,0 % zu erzielen. Diese Größenordnung haben wir im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells als langfristiges Ziel unterstellt. Erwähnenswert ist zugleich die erwartete Verbesserung des Finanzergebnisses. Einen maßgeblichen Anteil daran dürfte die im Juli 2016 fällige 7,25%-Unternehmensanleihe haben. Wir gehen von einer Anschlussfinanzierung zu deutlich verbesserten Konditionen aus, so dass der MS-Konzern eine weitere Verbesserung des Finanzergebnisses erreichen sollte. Dementsprechend rechnen wir mit einem überproportionalen Anstieg des Nachsteuerergebnisses.

Modellannahmen

Die MS Industrie AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2015 und 2016 in Phase 1, erfolgt von 2017 bis 2022 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 2,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 11,00 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

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

Hinweis: Seit dem 28.01.2015 verwenden wir nicht mehr den Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen (mit einer Untergrenze von 2,0%) für die Bestimmung des risikolosen Zinssatzes sondern eine neue Methodik.

Der risikolose Zinssatz wird fortan 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 1,50 % (bisher: 1,00 %).**

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,46 (bisher: 1,46).

Unter Verwendung der getroffenen Annahmen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten in Höhe von 9,51 % (bisher: 9,00 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 80,0 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,59 % (bisher: 8,20 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,59 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2016 entspricht als Kursziel unverändert 7,00 €. Zwar haben wir eine leichte Prognoseanhebung vorgenommen, diese wird bewertungsmäßig durch die Erhöhung des risikolosen Zinssatzes und dementsprechend des Diskontierungssatzes kompensiert.

DCF-Modell

MS Industrie AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	11,0%	ewige EBITA - Marge	8,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	18,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	13,9%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	267,94	284,70	290,39	296,20	302,13	308,17	314,33	320,62	
US Veränderung	22,7%	6,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	4,89	5,66	5,66	6,44	6,57	6,70	6,83	6,97	
EBITDA	24,92	28,03	31,94	32,58	33,23	33,90	34,58	35,27	
EBITDA-Marge	9,3%	9,8%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	
EBITA	13,75	17,53	22,63	23,08	24,72	25,39	26,07	26,76	
EBITA-Marge	5,1%	6,2%	7,8%	7,8%	8,2%	8,2%	8,3%	8,3%	8,3%
Steuern auf EBITA	-3,85	-5,26	-6,79	-6,92	-7,42	-7,62	-7,82	-8,03	
zu EBITA	28,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	9,90	12,27	15,84	16,16	17,31	17,77	18,25	18,73	
Kapitalrendite	11,3%	13,3%	17,7%	17,6%	19,9%	20,2%	20,5%	20,9%	21,0%
Working Capital (WC)	37,50	39,20	40,36	41,17	42,00	42,84	43,69	44,57	
WC zu Umsatz	14,0%	13,8%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	
Investitionen in WC	-2,92	-1,70	-1,16	-0,81	-0,82	-0,84	-0,86	-0,87	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	54,84	50,34	51,35	46,00	46,00	46,00	46,00	46,00	
AFA auf OAV	-11,16	-10,49	-9,31	-9,50	-8,51	-8,51	-8,51	-8,51	
AFA zu OAV	20,4%	20,8%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	
Investitionen in OAV	-13,00	-6,00	-10,32	-4,15	-8,51	-8,51	-8,51	-8,51	
Investiertes Kapital	92,34	89,54	91,71	87,17	88,00	88,84	89,69	90,57	
EBITDA	24,92	28,03	31,94	32,58	33,23	33,90	34,58	35,27	
Steuern auf EBITA	-3,85	-5,26	-6,79	-6,92	-7,42	-7,62	-7,82	-8,03	
Investitionen gesamt	-15,92	-7,70	-11,49	-4,96	-9,33	-9,35	-9,37	-9,38	
Investitionen in OAV	-13,00	-6,00	-10,32	-4,15	-8,51	-8,51	-8,51	-8,51	
Investitionen in WC	-2,92	-1,70	-1,16	-0,81	-0,82	-0,84	-0,86	-0,87	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	5,14	15,07	13,67	20,70	16,48	16,93	17,39	17,86	260,95

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	231,94	236,79
Barwert expliziter FCFs	85,35	77,61
Barwert des Continuing Value	146,59	159,18
Nettoschulden (Net debt)	38,81	26,64
Wert des Eigenkapitals	193,13	210,15
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	193,13	210,15
Ausstehende Aktien in Mio.	30,00	30,00
Fairer Wert der Aktie in EUR	6,44	7,00

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,46
Eigenkapitalkosten	9,5%
Zielgewichtung	80,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	20,0%
Taxshield	25,0%
WACC	8,6%

Kapitalrendite	WACC				
	8,0%	8,3%	8,6%	8,9%	9,2%
20,5%	7,57	7,20	6,87	6,56	6,28
20,7%	7,65	7,28	6,93	6,62	6,34
21,0%	7,73	7,35	7,00	6,69	6,40
21,2%	7,81	7,43	7,07	6,76	6,47
21,5%	7,89	7,50	7,14	6,82	6,53

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: (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 mögliche 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), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

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