



## **Researchstudie (Anno)**

### **MS Industrie AG**



**„Starke operative Entwicklung in 2014 – Weitere deutliche Umsatz- und Ergebnissteigerung für 2015 erwartet. Langfristige Prognose sehr positiv – Kursziel deutlich erhöht“**

**Kursziel: 7,00 €**

**Rating: Kaufen**

**WICHTIGER HINWEIS:**

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 21**

## MS Industrie AG<sup>\*5a,7,11</sup>

**Rating: KAUFEN**  
**Kursziel: 7,00**

Aktueller Kurs: 3,93  
18.5.2015 / ETR / 17:30 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE0005855183  
WKN: 585518  
Börsenkürzel: MSAG

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 30,00  
Marketcap<sup>3</sup>: 117,90  
Enterprise Value<sup>3</sup>: 158,23  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 57,0 %

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

Dominik Gerbing  
gerbing@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 22

### Unternehmensprofil

Branche: Industrie

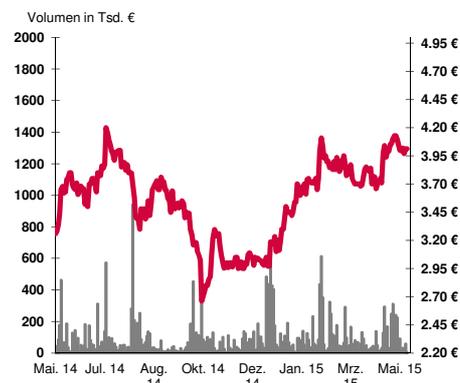
Fokus: Motoren- und Antriebstechnik,  
Ultraschalltechnik und Elektromotoren

Mitarbeiter: 1.025 (31.03.2015)

Gründung: 1991

Firmensitz: München

Vorstand: Dr. Andreas Aufschnaiter, Armin Distel



Die MS Industrie AG mit Sitz in München ist die börsennotierte Muttergesellschaft einer fokussierten 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	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015e	31.12.2016e
Umsatz	179,78	218,45	249,46	261,18
EBITDA	17,28	21,20	25,53	27,20
EBIT	6,73	9,91	14,37	16,71
Jahresüberschuss*	1,98	4,13	7,32	9,16

\*nach Minderheiten

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,07	0,14	0,24	0,31
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

### Kennzahlen

EV/Umsatz	0,88	0,72	0,63	0,61
EV/EBITDA	9,16	7,46	6,20	5,82
EV/EBIT	23,51	15,97	11,01	9,47
KGV	59,55	28,55	16,11	12,87
KBV		2,50		

### Finanztermine

25.06.2015: Hauptversammlung  
August 2015: Veröffentlichung HJ-Bericht  
November 2015: Veröffentlichung 9M-Bericht

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
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  
19.5.2014: RS / 4,30 / KAUFEN

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

## EXECUTIVE SUMMARY

- Das abgelaufene Geschäftsjahr 2014 war für die MS Industrie AG durchweg erfolgreich und die Gesellschaft erzielte mit Umsatzerlösen in Höhe von 218,45 Mio. € rund 21,5 % mehr als noch im Vorjahr. Damit lag der Konzern deutlich über der eigenen (>200,00 Mio. €) sowie unserer Prognose (206,50 Mio. €) und über der Wachstumsrate des deutschen Maschinen- und Anlagenbaus (+3,6 %). Dabei wurde in allen Geschäftsbereichen ein Zuwachs beim Umsatz erzielt. Im Vergleich zum Vorjahr konnte der größte Bereich Motoren-/Antriebstechnik wieder deutlich zulegen und dürfte unserer Einschätzung nach um 20,6 % gewachsen sein.
- Erneut positiv hat sich der Bereich Ultraschalltechnik mit einem Umsatzplus von rund 15,0 % auf 42,00 Mio. € entwickelt. Hier konnte sowohl im Subsegment Ultraschall-Sondermaschinen, als auch innerhalb der Ultraschall-Systeme und -Komponenten der Umsatz gesteigert werden. Die Elektromotorenwerke Grünhain GmbH (EMGR) erzielte nach dem leichten Rückgang in 2013 in 2014 ebenfalls ein Wachstum und die Umsatzerlöse stiegen um 5,1 % auf 17,58 Mio. €.
- Um die auch in Zukunft steigende Nachfrage vollumfänglich bedienen zu können, wurde in 2014 sowohl in das Produktportfolio, als auch in die Mitarbeiter investiert und der Personalbestand entsprechend ausgebaut. Trotz einer erhöhten Kostenbasis stieg das EBITDA deutlich von 17,28 Mio. € um 22,7 % auf 21,20 Mio. € an. Bei nur leicht veränderten Abschreibungen, einem konstanten Finanzergebnis und einem leicht erhöhten Steueraufwand lag der Konzernjahresüberschuss bei 4,13 Mio. €, nach 1,98 Mio. € im Vorjahr. Dies entspricht einem EPS von 0,07 €.
- Neben der deutlichen Umsatz- und Ergebnissteigerung konnten die Bilanzrelationen aufgrund des Verkaufs der Beno-Anteile sowie der merklichen Rückführung von Finanzverbindlichkeiten wesentlich verbessert werden. Die Eigenkapitalquote stieg von 27,0 % auf 34,2 %.
- Der Rechtsstreit im Zuge der Insolvenz der ehemaligen Tochtergesellschaft Pfaff Industrie Maschinen AG konnte in 2014 endgültig beendet werden.
- Mit einer starken Umsatzsteigerung im ersten Quartal 2015, bei gleichzeitig steigendem Ergebnis, ist der Start in das laufende Geschäftsjahr sehr erfolgreich verlaufen.
- Für 2015 und 2016 stehen die Zeichen bei allen Industriebeteiligungen weiterhin auf Wachstum. Aufgrund der zu erwartenden Marktentwicklung im Bereich Nutzfahrzeuge sowie PKW und der bestehenden Auftragslage erwarten wir für 2015 ein Umsatzniveau von 249,46 Mio. €.
- Das EBITDA wird sich unserer Einschätzung nach in 2015 erneut deutlich verbessern und bei 25,53 Mio. € liegen, was einer EBITDA-Marge von 10,2 % entspricht. Nach Abschreibungen in etwa auf Vorjahresniveau sowie einem fast unveränderten Finanzergebnis gehen wir von einem Konzernjahresüberschuss in Höhe von 7,32 Mio. € aus. Für 2016 rechnen wir mit weiteren Ergebnissteigerungen.
- **Aufgrund der positiven Wachstumsaussichten für alle drei Unternehmensbereiche, insbesondere jedoch für den Bereich Motoren-/Antriebstechnik, gehen wir von deutlichen Umsatz- und Ergebnissteigerungen aus. Da sich diese auch in 2016 weiter fortsetzen dürften, haben wir unser bisheriges Kursziel von 4,40 € deutlich auf 7,00 € erhöht. Unser Rating lautet damit weiterhin KAUFEN.**

## INHALTSVERZEICHNIS

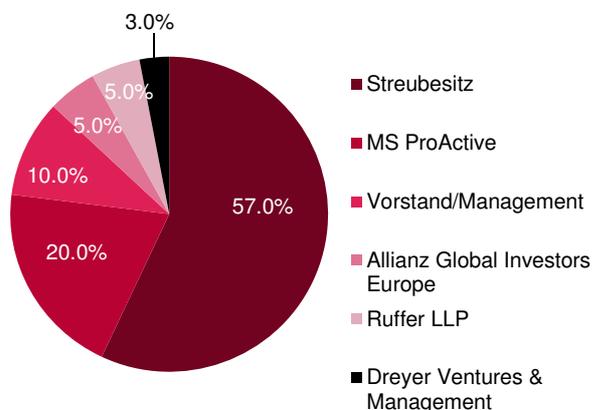
<b>Executive Summary</b> .....	<b>2</b>
<b>Unternehmen</b> .....	<b>4</b>
Aktionärsstruktur- bzw. Stimmrechtsstruktur.....	4
Gesellschaftsrechtliche Struktur.....	4
Wichtige Referenzkunden.....	4
<b>Markt und Marktumfeld</b> .....	<b>5</b>
Geschäftsentwicklung im deutschen Maschinenbau 2014.....	5
PKW-Absatz weltweit – Ultraschall-Schweißsysteme .....	6
<b>Unternehmensentwicklung &amp; Prognose</b> .....	<b>7</b>
Kennzahlen im Überblick .....	7
Geschäftsentwicklung 2014 .....	8
Umsatzentwicklung .....	8
Ergebnisentwicklung .....	10
Geschäftsentwicklung im 1. Quartal 2015.....	11
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	12
SWOT-Analyse .....	14
Prognose und Modellannahmen .....	15
Umsatzprognosen .....	15
Ergebnisprognosen .....	17
<b>Bewertung</b> .....	<b>19</b>
Modellannahmen .....	19
Bestimmung der Kapitalkosten .....	19
Bewertungsergebnis .....	19
<b>DCF-Modell</b> .....	<b>20</b>
<b>Anhang</b> .....	<b>21</b>

## UNTERNEHMEN

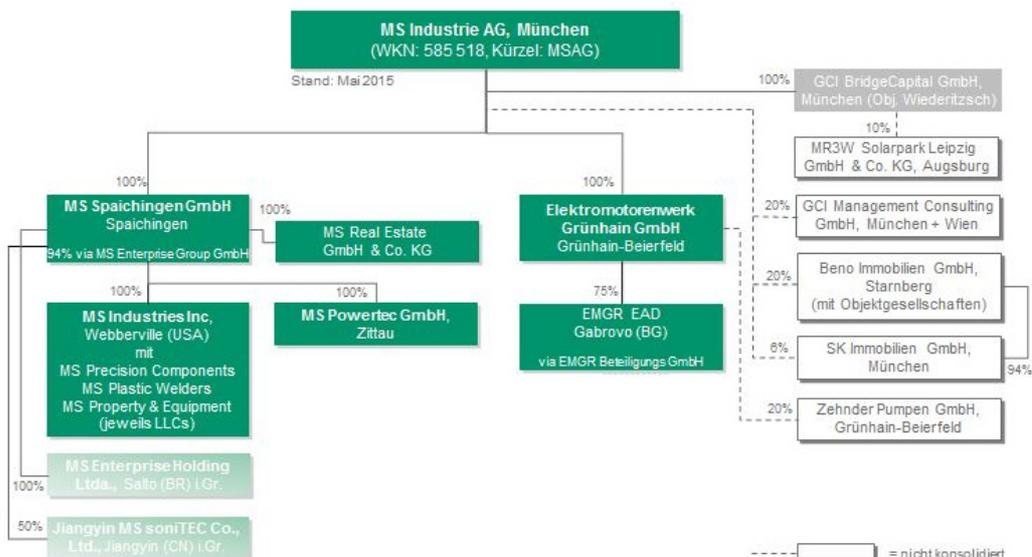
### Aktionärsstruktur- bzw. Stimmrechtsstruktur

	04/2015
Streubesitz	57,0 %
MS ProActive	20,0 %
Vorstand / Management	10,0 %
Dreyer Ventures & Management	3,0 %
Allianz Global Investors Europe	5,0 %
Ruffer LLP	5,0 %
<b>Summe</b>	<b>100,0 %</b>

Quelle: MS Industrie AG, GBC AG



### Gesellschaftsrechtliche Struktur



Quelle: MS Industrie AG (Stand: 18.05.2015), GBC AG

### Wichtige Referenzkunden

**DAIMLER**



Volkswagen



**ABUS**  
Kransysteme

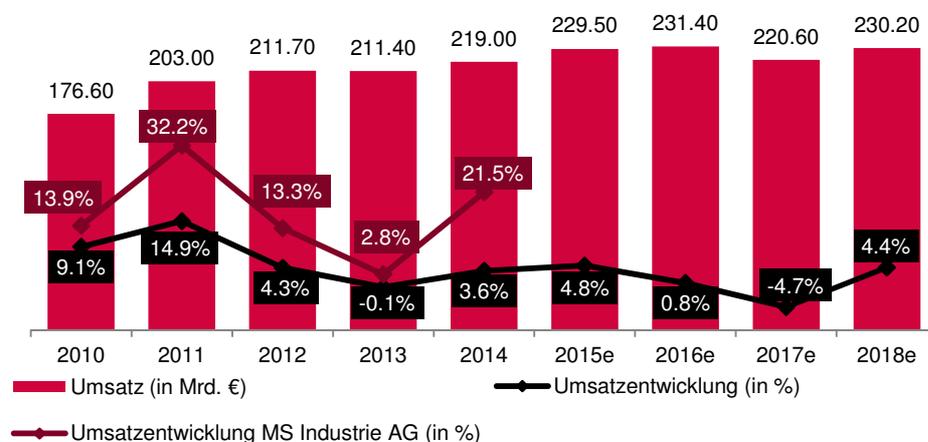
**KOCH**

## MARKT UND MARKTUMFELD

### Geschäftsentwicklung im deutschen Maschinenbau 2014

Die deutsche Wirtschaft ist im abgelaufenen Geschäftsjahr 2014 trotz der schwierigen wirtschaftlichen und politischen Rahmenbedingungen und entgegen der anfänglichen Prognosen um 1,6 % gewachsen. Im Vergleich zur deutschen Wirtschaft erzielte der deutsche Maschinenbau laut dem Statistischen Bundesamt, IWF und der Weltbank mit 3,6 % ein deutlicheres Wachstum. Gleichzeitig sind die Aussichten für das laufende und das kommende Jahr weiterhin positiv.

### Umsatzentwicklung des deutschen Maschinenbaus (in Mrd. € und %) und der MS Industrie AG (in Mio. € und %)

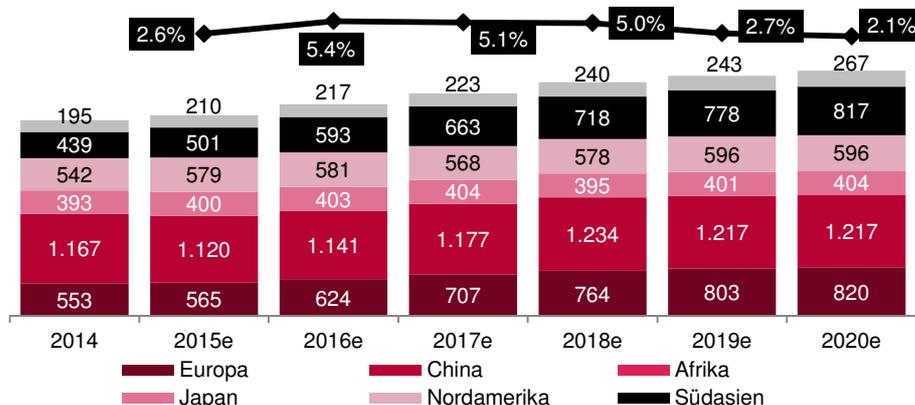


Quelle: Statistisches Bundesamt, IWF, Weltbank, GBC AG

Vergleicht man die Umsatzentwicklung der MS Industrie AG mit der des deutschen Maschinenbaus, so konnte das Unternehmen in den vergangenen fünf Jahren kontinuierlich ein höheres Umsatzwachstum erzielen als die zugehörige Branche. Mit einer prognostizierten Umsatzsteigerung um 4,8 % für das laufende Geschäftsjahr sehen die Wachstumsaussichten für die Branche und die MS Industrie AG im laufenden Jahr gut aus.

Neben dem positiven Ausblick für den deutschen Maschinenbau sollte der Anstieg der weltweiten LKW-Produktion bis einschließlich 2020 die Grundlage für weiteres Wachstum für den größten Bereich Antriebstechnik innerhalb der MS Industrie AG bilden.

### Jährliche LKW-Produktion bis 2020 (in Tausend) – Antriebstechnik

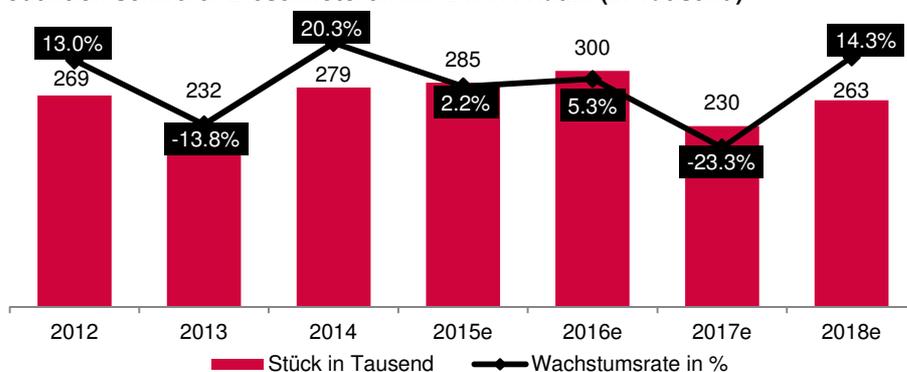


Quelle: IHS, GBC AG

Für das laufende Jahr 2015 geht die IHS von einem Anstieg der Produktion von mittelschweren sowie schweren Nutzfahrzeugen von 2,6 % aus. Im Anschluss an das Jahr 2015 wird sowohl für 2016, als auch für 2017 und 2018, ein Wachstum von über 5,0 % pro Jahr erwartet. Für einen weiterhin positiven Verlauf der Produktionszahlen sprechen auch die Neuzulassungen, sowohl in Europa, als auch in den USA. Laut der European Automobile Manufacturers Association (ACEA) lagen die Neuzulassungen von Nutzfahrzeugen im Januar und Februar im Durchschnitt bei 8,0 % über dem Vorjahresniveau und lassen somit einen positiven Jahresverlauf erwarten.

Laut der Rhein Associates dürfte das Wachstum in der Produktion für schwere Dieselmotoren im NAFTA-Raum (North American Free Trade Agreement) bei 2,2 % liegen. Für 2016 wird dann aufgrund einer ab 2017 neu geltenden Abgasverordnung (GHG regulations) und damit verbundener Vorzieheffekte ein Wachstum von 5,3 % erwartet. Somit kann sowohl für den europäischen, als auch für den nordamerikanischen Absatzmarkt der MS Industrie AG in den kommenden Jahren weiteres Wachstum erwartet werden.

#### Produktion schwerer Dieselmotoren im NAFTA-Raum (in Tausend)

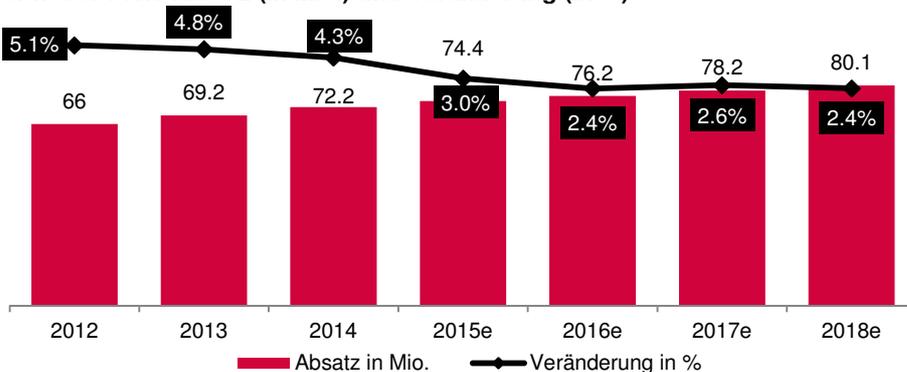


Quelle: Rhein Associates, GBC AG

#### PKW-Absatz weltweit – Ultraschall-Schweißsysteme

Im zweitkleinsten Bereich der MS Industrie AG, der Ultraschallschweißtechnik, dürften die Zeichen in Zukunft weiter auf Wachstum stehen. Im Bereich Sondermaschinen werden Ultraschall-Schweißsysteme zur Produktion von verschiedenen Autoteilen, wie Stoßfänger, Türverkleidungen oder Instrumententafeln, hergestellt. Durch die steigende Varianten- und Modellvielfalt bei den verschiedenen Herstellern sollte das Wachstum in diesem Bereich weiterhin stabil bleiben. Für die Jahre 2015 bis einschließlich 2018 rechnet die CAR Uni Duisburg-Essen beispielsweise mit einem jährlichen Wachstum um 2,6 % und bestätigt somit die Annahme steigender Absatzzahlen.

#### Weltweiter PKW-Absatz (in Mio.) und Veränderung (in %)



Quelle: CAR Uni Duisburg-Essen, GBC AG

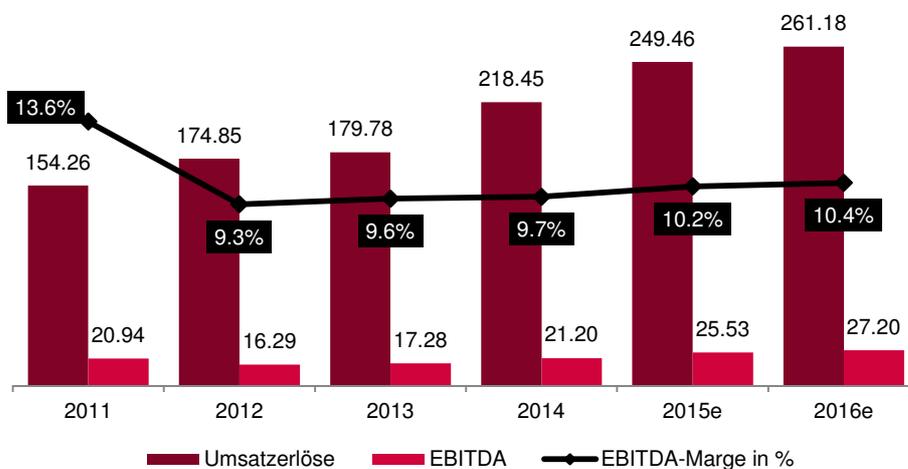
## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2013		GJ 2014		GJ 2015e		GJ 2016e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>179,78</b>	<b>100,0%</b>	<b>218,45</b>	<b>100,0 %</b>	<b>249,46</b>	<b>100,0 %</b>	<b>261,18</b>	<b>100,0 %</b>
Bestandsveränderungen	2,31	1,3 %	1,77	0,8 %	0,00	0,0 %	0,00	0,0 %
Sonstige betriebliche Erträge	4,46	2,5 %	4,50	2,1 %	4,20	1,7 %	4,25	1,6 %
<b>Gesamtleistung</b>	<b>186,54</b>	<b>103,8 %</b>	<b>224,72</b>	<b>102,9 %</b>	<b>253,66</b>	<b>101,7 %</b>	<b>265,43</b>	<b>101,6 %</b>
Materialaufwand	-98,87	-55,0 %	-127,44	-58,3 %	-145,57	-58,4 %	-152,19	-58,3 %
Personalaufwand	-42,11	-23,4 %	-47,72	-21,8 %	-52,58	-21,1 %	-54,79	-21,0 %
Sonst. Betr. Aufwendungen	-28,29	-15,7 %	-28,37	-13,0 %	-29,98	-12,0 %	-31,25	-12,0 %
<b>EBITDA</b>	<b>17,28</b>	<b>9,6 %</b>	<b>21,20</b>	<b>9,7 %</b>	<b>25,53</b>	<b>10,2 %</b>	<b>27,20</b>	<b>10,4 %</b>
Abschreibungen	-10,55	-5,9 %	-11,29	-5,2 %	-11,16	-4,5 %	-10,50	-4,0 %
<b>EBIT</b>	<b>6,73</b>	<b>3,7 %</b>	<b>9,91</b>	<b>4,5 %</b>	<b>14,37</b>	<b>5,8 %</b>	<b>16,71</b>	<b>6,4 %</b>
Finanzerträge	0,28	0,2 %	0,25	0,1 %	0,27	0,1 %	0,41	0,2 %
Finanzaufwendungen	-4,57	-2,5 %	-4,59	-2,1 %	-4,46	-1,8 %	-4,03	-1,5 %
<b>EBT</b>	<b>2,44</b>	<b>1,4 %</b>	<b>5,57</b>	<b>2,6 %</b>	<b>10,17</b>	<b>4,1 %</b>	<b>13,09</b>	<b>5,0 %</b>
Ertragssteuern	-0,16	-0,1 %	-1,44	-0,7 %	-2,85	-1,1 %	-3,93	-1,5 %
<b>Konzernjahresergebnis</b>	<b>2,29</b>	<b>1,3 %</b>	<b>4,13</b>	<b>1,9 %</b>	<b>7,32</b>	<b>2,9 %</b>	<b>9,16</b>	<b>3,5 %</b>
Minderheiten	-0,31	-0,2 %	-0,01	0,0 %	0,00	0,0 %	0,00	0,0 %
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>1,98</b>	<b>1,1 %</b>	<b>4,13</b>	<b>1,9 %</b>	<b>7,32</b>	<b>2,9 %</b>	<b>9,16</b>	<b>3,5 %</b>

EBITDA	17,28	21,20	25,53	27,20
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>9,6 %</i>	<i>9,7 %</i>	<i>10,2 %</i>	<i>10,4 %</i>
EBIT	6,73	9,91	14,37	16,71
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>3,7 %</i>	<i>4,5 %</i>	<i>5,8 %</i>	<i>6,4 %</i>
Ergebnis je Aktie in €	0,07	0,14	0,24	0,31
Dividende je Aktie in €	0,00	0,00	0,00	0,00
Aktienzahl in Mio. Stück	29,29	30,0	30,0	30,0

### Umsatz- und Ergebnisentwicklung (in Mio. € und %)



Quelle: GBC AG

## Geschäftsentwicklung 2014

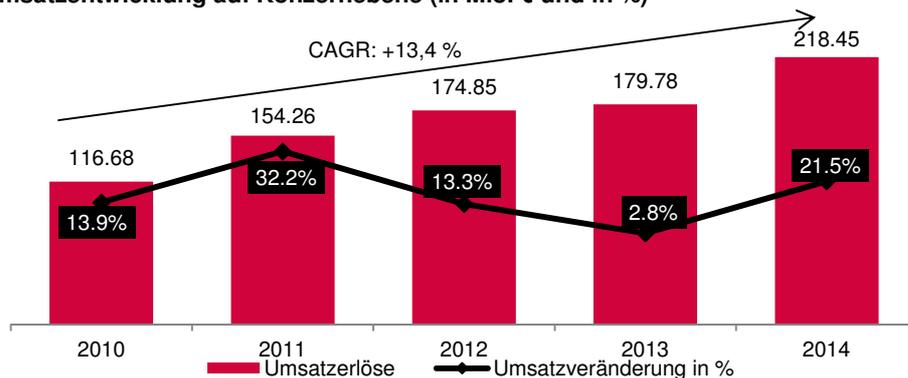
GuV (in Mio. €)	GJ 2013	Δ zum VJ	GJ 2014
Umsatzerlöse	179,78	+21,5 %	218,45
EBITDA (Marge*)	17,28 (9,6 %)	+22,7 %	21,20 (9,7 %)
EBIT (Marge*)	6,73 (3,7 %)	+47,3 %	9,91 (4,5 %)
Jahresüberschuss	1,98	+109,0 %	4,13
EPS in €	0,07	+100,0 %	0,14

Quelle: MS Industrie AG, GBC AG; \*bezogen auf die Umsatzerlöse

### Umsatzentwicklung

Mit Umsatzerlösen in 2014 in Höhe von 218,45 Mio. € lag die MS Industrie AG auf Konzernebene deutlich über dem Vorjahreswert von 179,78 Mio. € und über den eigenen Prognosen, die ein Umsatzplus um rund 10 % auf über 200,00 Mio. € vorgesehen hatten. Unsere zum Halbjahr 2014 erhöhte Prognose von 206,50 Mio. € wurde ebenfalls merklich überschritten. Letztendlich stand zum Jahresende ein Umsatzplus von 21,5 % zu Buche. Seit dem Geschäftsjahr 2010 erzielte die MS Industrie AG somit eine jährliche Umsatzsteigerung von +13,4 % und lag damit deutlich über der Wachstumsrate der Deutschen Maschinen- und Anlagenbauer (+4,4 %).

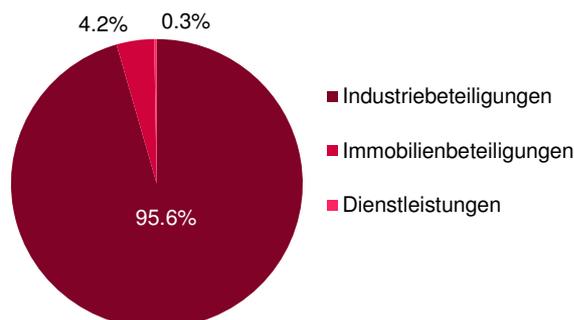
### Umsatzentwicklung auf Konzernebene (in Mio. € und in %)



Quelle: MS Industrie AG, GBC AG

Dabei war die Entwicklung im abgelaufenen Geschäftsjahr 2014 in allen Segmenten positiv. Wie bereits in der Vergangenheit steuerte der Bereich Industriebeteiligungen mit einem Umsatz von 209,21 Mio. € (VJ: 177,39 Mio. €) den Großteil der Umsatzerlöse bei. Im Bereich der Immobilienbeteiligungen wurde aufgrund des 60,1 %-igen Verkaufs der Beno-Beteiligung (3,79 Mio. €) mit 9,14 Mio. € ein deutlich höherer Umsatz als in 2013 mit 2,67 Mio. € erzielt. Nach dem Verkauf der Beteiligung wurde die Beno entsprechend entkonsolidiert. Der Bereich Dienstleistungen trug 0,61 Mio. € bei (VJ: 0,49 Mio. €).

### Umsatzverteilung nach Segmenten vor Konsolidierung (in Mio. €)

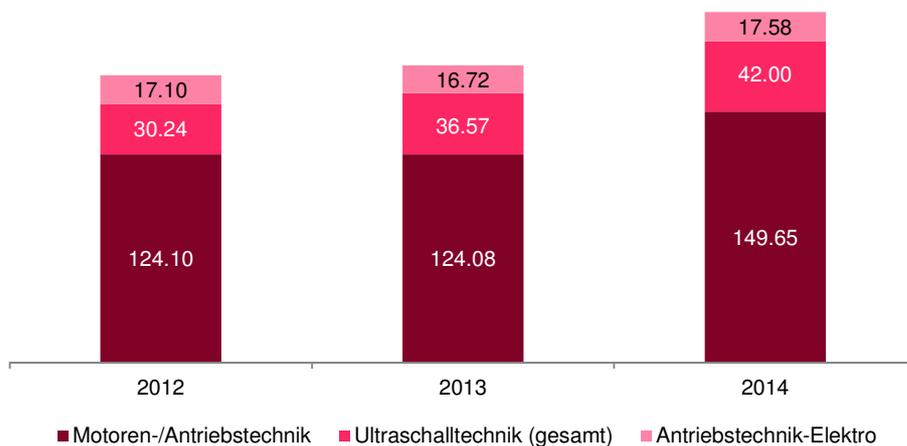


Quelle: MS Industrie AG, GBC AG

Das Segment Industriebeteiligungen beinhaltet die Bereiche Motoren-/Antriebstechnik und Ultraschalltechnik, welche der MS Spaichingen GmbH zugeordnet sind sowie den Bereich Antriebstechnik-Elektro, der wiederum der Elektromotorenwerk Grünhain GmbH unterstellt ist. In 2014 konnte in jedem dieser Subsegmente ein Umsatzwachstum erzielt werden, wobei der Zuwachs im Bereich Motoren-/Antriebstechnik am größten ausgefallen sein dürfte. Unserer Einschätzung nach dürften die Umsatzerlöse hier von 124,08 Mio. € in 2013 um rund 20,6 % auf 149,65 Mio. € gestiegen sein.

Im Bereich Motoren-/Antriebstechnik wird als wesentliches Produkt der MS-Gruppe, mechanische Komponenten für den Daimler-Weltmotor sowie weitere Baugruppen und Systeme, gefertigt. Der deutliche Zuwachs beim Umsatz resultiert dabei aus der seit Beginn 2014 für Nutzfahrzeuge verpflichtenden EU-Abgasnorm „Euro VI“, dem langsam beginnenden Abbau des Investitionsstaus in den USA sowie gestiegener Absatz- und Produktionszahlen im Bereich Nutzfahrzeuge.

#### Umsatzentwicklung innerhalb der operativen Bereiche (in Mio. € und vor Konsolidierung)



Quelle: GBC AG

Im zweitgrößten Subsegment Ultraschalltechnik dürfte unserer Schätzung nach ein Umsatz von insgesamt 42,00 Mio. € (VJ: 36,57 Mio. €) erwirtschaftet worden sein, was einem Plus von 14,8 % entspricht. Die Ultraschalltechnik teilt sich auf die beiden Bereiche Sondermaschinen, in welchem vornehmlich teilespezifischen Maschinen für die Automobilindustrie gefertigt werden, und Ultraschall-Schweißsysteme, hier werden Komponenten und Module zum Ultraschallschweißen u.a. von Verpackungen produziert, auf. Der Umsatz im Bereich Sondermaschinen hat sich in 2014 dank gestiegener PKW-Absatzzahlen sowie einer weiterhin steigenden Modellvielfalt bei den verschiedenen Automobilherstellern um 15,4 % auf 38,75 Mio. € erhöht. Der kleine Bereich Ultraschall-Schweißsysteme wiederum dürfte im abgelaufenen Geschäftsjahr mit knapp 8,5 % erneut positiv gewachsen sein und ein Umsatzniveau von ca. 3,25 Mio. € erreicht haben.

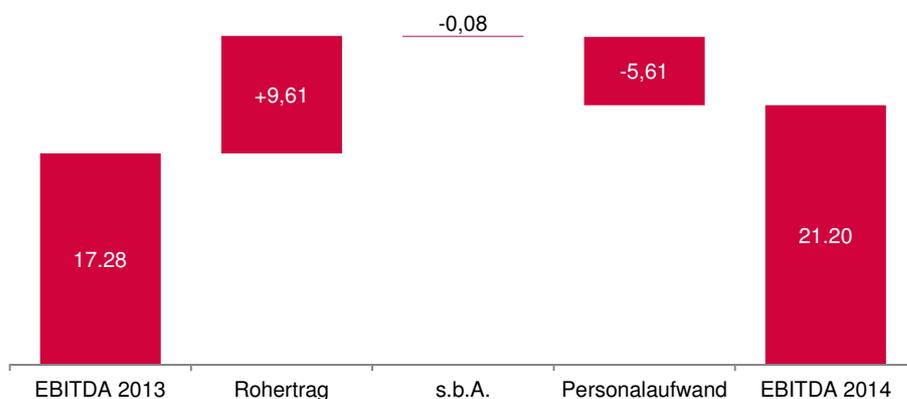
Innerhalb der Elektromotorenwerk Grünhain GmbH werden unterschiedlichste Motoren sowie Druckgussteile gefertigt. Die Gesellschaft verfügt über ein umfassendes Know-how im Bereich Elektromotoren sowie Aluminium-Druckguss inklusive einer eigenen Gießerei. In 2014 standen die Weiterentwicklung des Produktportfolios sowie die Fertigstellung der Prototypen-Serie im Cargo-Bereich im Fokus. Der Umsatz entwickelte sich dank der Sortimentserweiterung und der bereits im Vorjahr angestoßenen Intensivierung der Vertriebsaktivitäten positiv und stieg um 5,1 % auf 17,58 Mio. € (VJ: 16,72 Mio. €).

## Ergebnisentwicklung

Das für 2014 avisierte Ziel einer deutlichen Ergebnissteigerung wurde entsprechend erreicht und unsere zum Halbjahr 2014 erhöhte Prognose von 20,20 Mio. € beim EBITDA wurde ebenfalls übertroffen. Mit einem EBITDA in Höhe von 21,20 Mio. € lag die MS Industrie AG um 22,7 % über dem Wert aus 2013 von 17,28 Mio. € und leicht über der in 2014 erzielten Umsatzsteigerung von 21,5 %.

Da in 2014 der wesentlich materialintensivere Bereich Motoren-/Antriebstechnik innerhalb der MS Spaichingen GmbH einen deutlichen Umsatzzuwachs erfahren hat, stiegen die Materialaufwendungen überproportional zum Umsatz um 28,9 % auf 127,44 Mio. €. Neben dem geänderten Produktmix war die verstärkte Inanspruchnahme von Fremdleistungen verantwortlich für den Anstieg der Materialaufwandsquote auf 58,3 % (VJ: 55,0 %). Trotz des gestiegenen Materialaufwands verbesserte sich der Rohertrag um 9,61 Mio. € auf 97,28 Mio. €.

### EBITDA-Entwicklung zwischen 2013 und 2014 (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG, GBC AG

Aufgrund der hohen Nachfrage innerhalb der MS Spaichingen GmbH sowie des weiterhin sehr guten Ausblicks wurde in 2014 der Personalbestand weiter erhöht und auf 983 Mitarbeiter ausgeweitet (VJ: 928). Entsprechend stiegen die Personalaufwendungen von 37,97 Mio. € um 13,3 % auf 47,72 Mio. €. Nach Berücksichtigung der gestiegenen Kostenbasis verblieb somit in 2014 ein EBITDA in Höhe von 21,20 Mio. €, was einer EBITDA-Marge von 9,7 % entspricht.

Die Abschreibungen lagen mit 11,29 Mio. € etwas über dem Niveau von 2013 mit 10,55 Mio. €. Das hohe Niveau und der Anstieg sind auf die hohe Investitionstätigkeit der vergangenen Jahre zurückzuführen. Hier wurde durch die Erweiterung und den Ausbau der Produktionskapazitäten die Basis für das bereits in 2014 erwirtschaftete sowie das für die kommenden Jahre erwartete Wachstum geschaffen. Nach Abzug der Abschreibungen erzielte die MS Industrie AG ein EBIT in Höhe von 9,91 Mio. € und lag damit um 47,3 % über dem Vorjahreswert von 6,73 Mio. €.

In den Abschreibungsbeträgen sind Abschreibungen in Höhe von 1,74 Mio. € auf Kundenbeziehungen enthalten, die in diesem Umfang letztmalig in 2015 anfallen und danach zusätzlich zur EBIT-Verbesserung beitragen dürften. Das Finanzergebnis lag mit -4,34 Mio. € auf Vorjahresniveau in Höhe von 4,29 Mio. €. Der Steueraufwand hingegen stieg aufgrund der deutlichen Ergebnisverbesserung sowie Verlustvorträge auf 1,44 Mio. € (VJ: 0,16 Mio. €). Damit ergab sich ein Jahresüberschuss in Höhe von 4,13 Mio. €, womit die MS Industrie AG deutlich über dem Vorjahreswert von 1,98 Mio. € lag. Die bisher zu berücksichtigenden Minderheiten entfielen aufgrund der Entkonsolidierung der Beteiligungen.

## Geschäftsentwicklung im 1. Quartal 2015

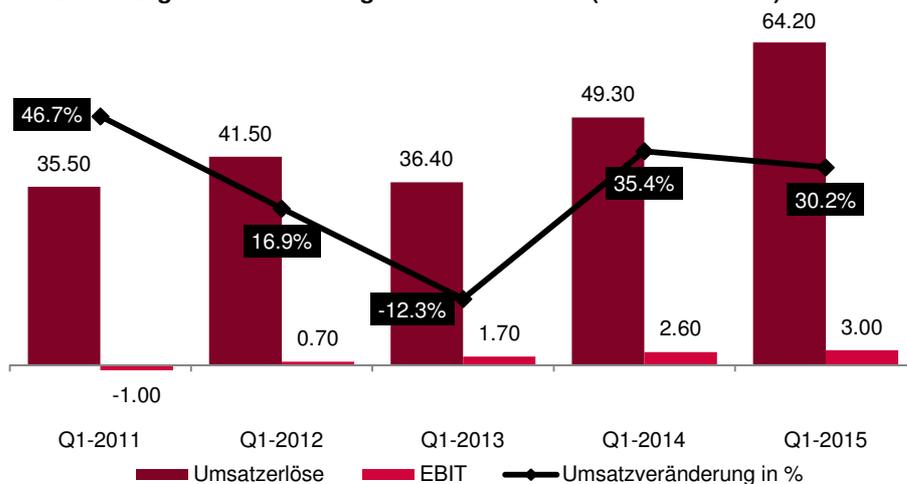
GuV (in Mio. €)	Q1 2013	Q1 2014	Q1 2015
Umsatzerlöse	36,40	49,30	64,20
EBITDA (Marge*)	4,20 (11,5 %)	5,40 (11,0 %)	5,80 (9,0 %)
EBIT (Marge*)	1,70 (4,7 %)	2,60 (5,3 %)	3,00 (4,7 %)
Periodenüberschuss	-0,10	0,80	1,10
EPS in €	-0,00	0,03	0,04

Quelle: MS Industrie AG, GBC AG; \*bezogen auf die Umsatzerlöse

Das erste Quartal 2015 stellt für die MS Industrie AG einen erfolgreichen Start in das Geschäftsjahr 2015 dar. Mit Umsatzerlösen in Höhe von 64,20 Mio. € lag die Gesellschaft um 30,2 % über dem Wert des Vorjahreszeitraumes (49,30 Mio. €). Neben den Umsatzerlösen aus den Industriebeteiligungen waren hier 2,10 Mio. € aus dem Bau der neuen Werksgebäude in Trossingen-Schura enthalten.

Vor allem im Bereich der Antriebstechnik, Powertrain Technology Group, stiegen dank eines deutlich belebten Absatzmarktes für Nutzfahrzeuge in den USA sowie aufgrund der Erholung innerhalb Europas und der in 2014 eingeführten „EURO VI“-Norm die Umsätze deutlich um 37,0 % an. Im Bereich Ultraschalltechnik, Ultrasonic Technology Group, lagen die Umsatzerlöse sogar um 49,0 % über dem Wert des Vorjahresquartals.

### Umsatz- und Ergebnisentwicklung auf Quartalsbasis (in Mio. € und %)



Quelle: MS Industrie AG, GBC AG

Trotz eines auf 1015 Mitarbeiter deutlich gestiegenen Personalbestandes und dadurch erhöhter Personalaufwendungen stieg das EBIT um 15,4 % auf 3,00 Mio. € (VJ: 2,60 Mio. €). Der weitere Ausbau der Mitarbeiterzahl ist zum einen auf die starke Nachfragesituation im Bereich Antriebstechnik, Powertrain Technology Group, zurückzuführen und zum anderen durch den Ausbau der EMGR begründet. Ein Teil (ca. 10 %) des Personalbestandes setzt sich aus Leiharbeitern zusammen, die im Falle eines plötzlichen Konjunktur- oder Nachfrageeinbruchs die Flexibilität des Konzerns erhöhen.

Neben der operativen Entwicklung konnte die MS Industrie AG die Bilanzrelationen weiter verbessern. Die Eigenkapitalquote konnte trotz eines aufgrund der hohen Nachfrage gestiegenen Working Capitals mit 34,2 % konstant gehalten werden. Gleichzeitig wurden im ersten Quartal 2015 weitere Finanzverbindlichkeiten getilgt und die Verschuldungsquote somit weiter reduziert. Trotz der Rückführungen hat sich der Bestand an liquiden Mitteln positiv entwickelt und betrug zum 31.03.2015 5,80 Mio. € (31.12.2014: 3,50 Mio. €).

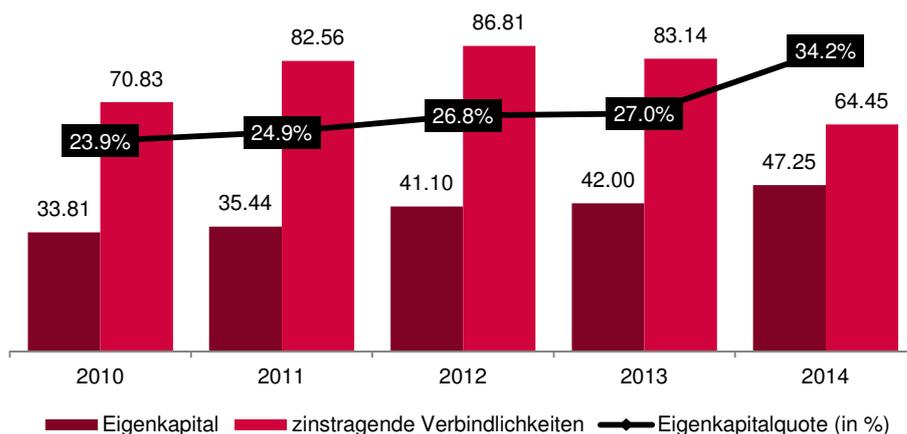
## Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014
Eigenkapital	41,10	42,00	47,25
EK-Quote (in %)	26,8 %	27,0 %	34,2 %
Zinstragende Verbindlichkeiten*	86,81	83,14	64,45
Liquide Mittel	10,47	3,62	3,46
Nettoverschuldung	53,62	49,38	40,33
Operatives Anlagevermögen	70,79	67,92	53,00
Net Working Capital	23,93	23,46	34,58

Quelle: MS Industrie AG, GBC AG; \*inklusive Rückstellungen

Durch die Fokussierung auf die Industriebeteiligungen und den Verkauf der nicht strategischen Beteiligungen in Form der Beno-Anteile haben sich die Bilanzrelationen der MS Industrie AG in 2014 deutlich verbessert. Die Bilanzsumme ging von 155,47 Mio. € auf 138,29 Mio. € zurück, während gleichzeitig die Eigenkapitalquote, auch aufgrund des positiven Jahresergebnisses, auf 34,2 % gesteigert werden konnte. Somit konnte seit dem Jahr 2010 sowohl die absolute Höhe des Eigenkapitals, als auch die Relation zur Bilanzsumme, kontinuierlich verbessert werden.

### Entwicklung des Eigenkapitals und der zinstragenden Verbindlichkeiten (in Mio. €) sowie der Eigenkapitalquote (in %)



Quelle: MS Industrie AG, GBC AG

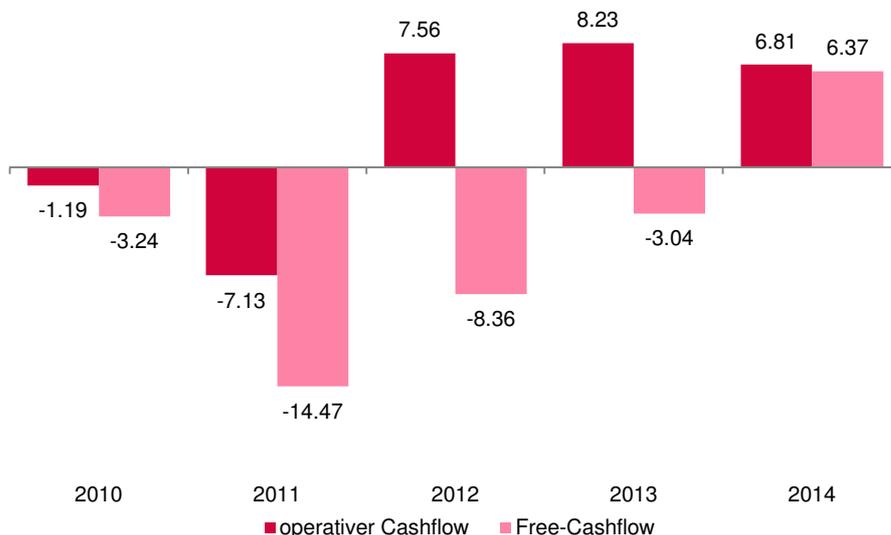
Im Zuge des mehrheitlichen Verkaufs der Anteile an der Beno Immobilien-Gruppe und der damit verbundenen Entkonsolidierung der zugehörigen Immobiliendarlehen sowie der Tilgung von Bankdarlehen und Finanzierungsleasing in Höhe von 11,50 Mio. € sanken die zinstragenden Verbindlichkeiten in 2014 von 83,14 Mio. € auf 64,45 Mio. €.

In den Finanzverbindlichkeiten ist die Unternehmensanleihe der MS Spaichingen GmbH mit 22,67 Mio. € enthalten. Diese wird mit 7,25 % verzinst und ist am 15.07.2016 zur Rückzahlung fällig. Bei Fälligkeit in 2016 dürfte eine günstige Anschlussfinanzierung aufgrund der verbesserten Bilanzrelationen sowie der positiven operativen Entwicklung und deutlichen Ergebnisverbesserungen in Aussicht stehen. Darüber hinaus sollte eine teilweise Tilgung des ausstehenden Betrages erfolgen und in Kombination mit einem deutlich geringeren Refinanzierungssatz in Zukunft zu einer Reduzierung der Zinsaufwendungen führen.

Darüber hinaus sollten sich die für die kommenden beiden Jahre zu erwartenden reduzierten Investitionen in Maschinen und Anlagen positiv auf die Cashflow-Entwicklung auswirken, was zusätzlichen Spielraum für die Tilgung von Verbindlichkeiten ermöglichen würde. Während in den vergangenen Jahren durch die hohen Investitionen die

Grundlage für das eingetretene sowie das zu erwartende Wachstum gelegt wurde und der Free-Cashflow entsprechend negativ war, dürfte sich hier in den kommenden Jahren eine deutliche Verbesserung einstellen. In 2014 wirkte sich zudem der Verkauf der Beno-Anteile positiv auf den Free-Cashflow aus.

#### Entwicklung des operativen und des Free-Cashflows (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG, GBC AG

In 2015 und 2016 sollten die reinen kapazitätsbezogenen Investitionen bei rund der Hälfte der Abschreibungen liegen, welche in 2014 11,23 Mio. € betragen. Hierin sind jedoch 1,74 Mio. € auf Kundenbeziehungen enthalten, die ab Q2 2016 entfallen. Somit dürfte sich der kapazitätsbezogene CAPEX in 2015 und 2016 auf ca. 5,0 bis 6,0 Mio. € belaufen und deutlich unter dem Niveau der Vorjahre liegen. Dies sollte entsprechend im Anschluss zu sinkenden Abschreibungen und einer erhöhten Innenfinanzierungskraft führen.

Hinzu kommen jedoch Investitionen im Zusammenhang mit dem Umzug der MS Spaichingen GmbH vom derzeitigen Standort Spaichingen nach Trossingen-Schura. Obwohl das neue Gebäude unter Verwendung eines Operating-Lease genutzt wird und somit nicht bei der MS Spaichingen GmbH bilanziert wird, dürften sich die mit dem Umzug verbundenen mieterspezifischen Investitionen in 2015 auf rund 6,0 Mio. € belaufen. Die Fertigstellung der neuen Produktionsstätte sollte dabei zwischen Dezember 2015 und April 2016 erfolgen. Zu diesem Zeitpunkt sollte auch die Motoren-/Antriebstechnik (Powertrain Technology Group – PTG) in das Gebäude einziehen. Im Anschluss soll der Bereich Ultraschalltechnik (Ultrasonic Technology Group) entsprechend nachziehen. Nach dem weitgehendem Einzug und eingeschwungener Logistik sollten die erzielbaren Einsparungen bei Energieverbrauch und Logistik die zu leistende Leasingrate vollständig kompensieren können.

Neben den verbesserten Bilanzrelationen und der umgesetzten Fokussierungsstrategie auf die Industriebeteiligungen konnte in 2014 der Rechtsstreit im Zuge der Insolvenz der ehemaligen Tochtergesellschaft Pfaff Industrie Maschinen AG nun zum 24.07.2014 beendet werden. Damit verbundene notwendige Einstellungen in die Rückstellungen wurden in 2014 vollständig berücksichtigt sowie eine Zahlung in Höhe von 1,00 Mio. € geleistet. Für 2015 sind weitere zwei Tranchen zu je 0,50 Mio. € am 15.06. und am 15.12. zu leisten und dürften entsprechend aus dem operativen Cashflow zu bewerkstelligen sein. Zum 31.12.2014 verfügte die MS Industrie AG über ausreichend frei verfügbare liquide Mittel in Höhe von 3,46 Mio. €.

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Stabile und langjährige Kundenbasis mit langfristigen Lieferverträgen bis Ende 2018.</li> <li>• Abspaltung der nicht strategischen Beteiligungen führt zu deutlich verbesserten Bilanzrelationen.</li> <li>• Umfassendes Produktsortiment in Kombination mit einem sehr hohen Fertigungs-Know-how gewährleistet Wettbewerbsvorteil.</li> <li>• Hohe Erweiterungsinvestitionen der vergangenen Jahre ermöglichen das Bedienen der steigenden Nachfrage.</li> <li>• Die Kundenbasis im Bereich Nutzfahrzeuge deckt mehr als 55 % des westeuropäischen und US-amerikanischen Marktes ab.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hohe Abhängigkeit von einzelnen Kundengruppen.</li> <li>• Hohe Abhängigkeit von den beiden Absatzregionen Europa und Nordamerika.</li> <li>• Mit 7,25 % sind vergleichsweise hohe Zinsen für die Unternehmensanleihe zu entrichten. Dieser Umstand sollte sich ab 2016 jedoch relativieren.</li> <li>• Wachstumsbedingt bisher keine Dividendenausschüttung an die Aktionäre.</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Einsetzende Aufholung des Investitionsstaus im Bereich Nutzfahrzeuge in den USA dürfte in den kommenden Jahren für erneute, deutliche Umsatzzuwächse sorgen.</li> <li>• Weiterentwicklung des Produktportfolios sowie der Fertigungstechniken bietet zusätzliche Möglichkeiten für die Neukundengewinnung.</li> <li>• Weitere Rückführung der Verschuldung bei gleichzeitig positiver operativer Entwicklung bietet weiteres Potential zur Ergebnisverbesserung.</li> <li>• Weitere Fokussierung des Bereiches Elektromotoren und Erweiterung des Produktangebotes bieten zusätzliches Wachstums- und Umsatzpotential.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aufgrund hoher Fixkostenbasis ist bei einem plötzlichen Konjunkturunbruch nur bedingte Reaktionsbereitschaft vorhanden.</li> <li>• Kundenabwanderung im Bereich Motoren-/Antriebstechnik hätte einen drastischen Umsatz- und Ergebniseinbruch zur Folge.</li> <li>• Refinanzierung der fälligen Unternehmensanleihe in 2016 ist vom entsprechend vorherrschenden Finanzierungs- und Zinsumfeld abhängig.</li> </ul>

## Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2014	GJ 2015e	GJ 2016e
Umsatzerlöse	218,45	249,46	261,18
EBITDA	21,20	25,53	27,20
EBITDA-Marge*	9,7 %	10,2 %	10,4 %
EBIT	9,91	14,37	16,71
EBIT-Marge*	4,5 %	5,8 %	6,4 %
Konzernjahresüberschuss	4,13	7,32	9,16
EPS in €	0,14	0,24	0,31

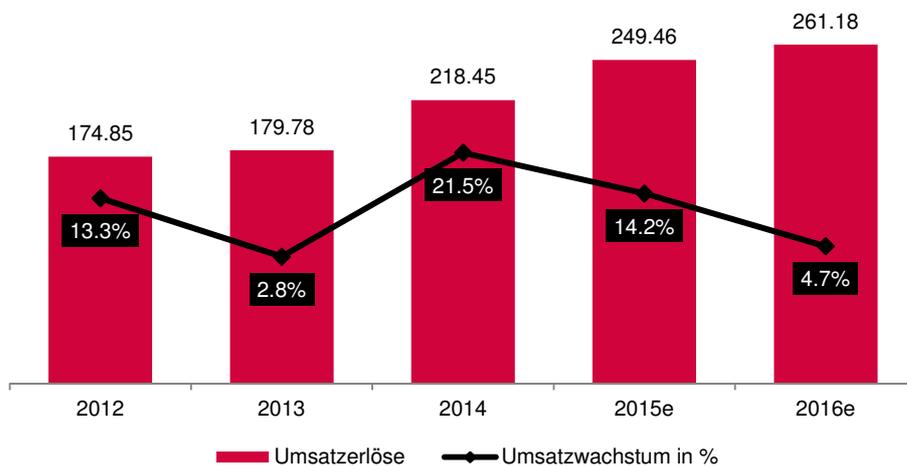
Quelle: MS Industrie AG, GBC AG; \*bezogen auf die Umsatzerlöse

### Umsatzprognosen

Für das laufende Geschäftsjahr 2015 stehen die Zeichen bei der MS Industrie AG sowie für die einzelnen operativen Geschäftsbereiche weiterhin auf Wachstum. Dies wird bereits durch das starke erste Quartal 2015 bestätigt. Wir gehen daher von Umsatzerlösen in Höhe von 249,46 Mio. € aus und liegen somit am oberen Ende der ausgegebenen Wachstumsprognose der MS Industrie AG von 10,0 % bis 15,0 %. Dabei werden in 2015 ca. 18 Mio. € an Umsatzerlösen erwartet, die aus dem Bauprojekt in Trossingen-Schura resultieren.

Unserer Ansicht nach ist auch in diesem Jahr damit zu rechnen, dass der Bereich Motoren-/Antriebstechnik den Großteil des Umsatzwachstums beitragen dürfte. Die Aussichten im Bereich Nutzfahrzeuge für die beiden wichtigen Absatzmärkte Europa und Nordamerika sind weiterhin sehr gut. Gleichzeitig bietet der chinesische Markt zusätzliche Absatzpotentiale. Zudem hat einer der wichtigsten Kunden, die Daimler AG, für 2015 vor allem für Nordamerika ein erneut starkes Wachstum angekündigt.

### Erwartete Umsatzentwicklung auf Konzernebene (in Mio. € und %)



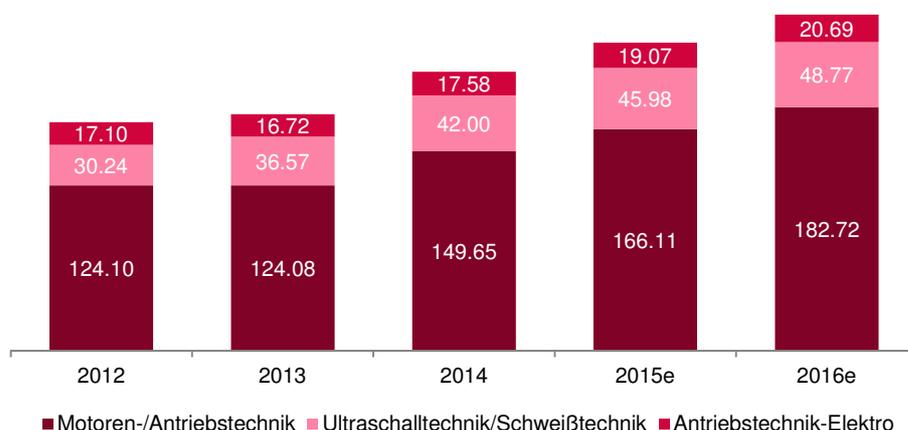
Quelle: GBC AG

Darüber hinaus gilt es die langfristige Bedarfserwartung des Daimler-Weltmotors zu berücksichtigen, welche bereits für 2018 eine Größenordnung von über 200.000 Stück vorsieht. Während in 2013 rund 92.000 Stück zu Buche standen, dürfte unserer Einschätzung nach die Zahl in 2014 bei rund 138.000 gelegen haben. Bis zu den erwarteten 200.000 Stück in 2018 ist demnach noch ein entsprechendes Wachstumspotential vorhanden. Zugleich wird die Serienfertigung weiterer Produkte für namhafte Kunden wie MAN, MTU oder Motorenwerke Mannheim zusätzliche Impulse liefern. Wir gehen daher für den Bereich Motoren-/Antriebstechnik im Jahr 2015 von Umsatzerlösen in Höhe von ca. 166,11 Mio. € aus.

Im Bereich Ultraschalltechnik ist auf Basis des soliden Auftragsbestandes in Höhe von rund 25,00 Mio. € zum Anfang des Jahres sowie aufgrund der gewonnenen Neukunden und der weiter steigenden PKW-Absatzzahlen, ebenfalls von einer erneut positiven Entwicklung auszugehen. Insgesamt gehen wir von einem Wachstum um rund 9,5 % auf knapp 46,00 Mio. € aus.

Bei der Elektromotorenwerk Grünhain GmbH (EMGR) ist in 2015 ebenfalls ein positiver Geschäftsverlauf zu erwarten. Unseren Schätzungen nach dürfte sich der Umsatz bei rund 19,07 Mio. € bewegen. Zum einen sollten sich die intensivierten Vertriebsanstrengungen sowie das erweiterte Produktportfolio und das Eindringen in den Markt der Kranindustrie über das Joint-Venture in Bulgarien positiv auf die Absatzzahlen auswirken. Darüber hinaus ist ab September 2015 mit der Serienproduktion im Cargo-Bereich zu rechnen, was zusätzliche Umsatzpotentiale ermöglicht, die in 2016 dann vollumfänglich umsatzwirksam werden sollten.

### Prognostizierte Umsatzentwicklung nach Produktbereichen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

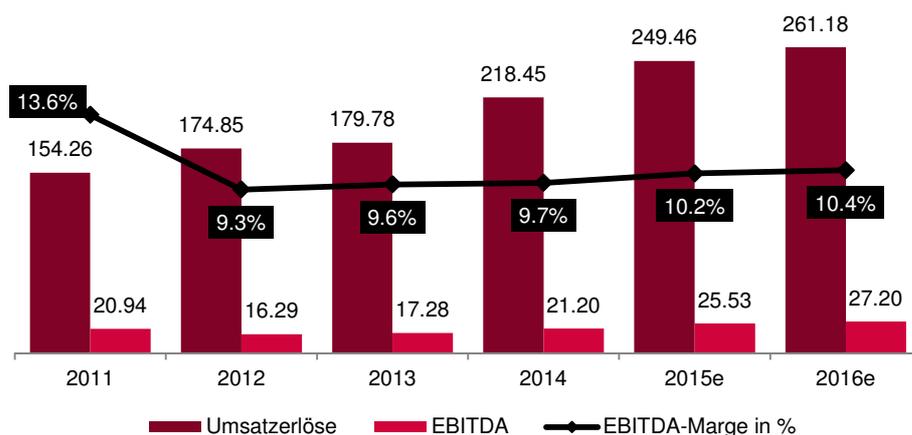
Im darauffolgenden Jahr 2016 wird sich unserer Einschätzung nach das Wachstum weiter fortsetzen. Im Bereich Motoren-/Antriebstechnik sollten Vorzieheffekte aufgrund einer anstehenden Änderung der Abgasnorm in den USA sowie der Abbau des Investitionsstaus zu einer weiteren Umsatzsteigerung führen. Gleichzeitig dürfte sich die konjunkturelle Lage in Europa, vor allem in den südlichen Ländern, merklich verbessern. Zusätzlich ist im Bereich Ultraschalltechnik aufgrund weiterer Produktinnovationen sowie bei der EMGR wegen der Serienfertigung im Cargo-Bereich und ersten Erfolgen aus dem Joint-Venture in Bulgarien innerhalb der Kran-Industrie, mit weiteren Zuwächsen zu rechnen.

Da sich sowohl die europäische, als auch US-amerikanische Wirtschaft in einer anfänglichen Erholung befindet, haben wir unsere Prognosen im Bereich Antriebstechnik, Powertrain Technology Group, etwas niedriger angesetzt. Bei einer weiterhin positiven Wirtschaftsentwicklung innerhalb der einzelnen Regionen sowie eines weiter anhaltenden Abbaus des Investitionsstaus in den USA bietet die von uns abgegebene Prognose noch Potential nach oben.

## Ergebnisprognosen

Bei einer erneut deutlichen Umsatzsteigerung in 2015 und 2016 dürften sich unserer Einschätzung nach sowohl die operativen Ergebnisse, als auch die Ergebnismargen deutlich erhöhen und das Ziel einer konzernweiten EBITDA-Marge von 12,0 % nach 2016 fast erreicht werden. Dies deckt sich auch mit den Einschätzungen der MS Industrie AG, die in Ihrer Prognose für 2015 ebenfalls von einer deutlichen Ergebnis- und Margensteigerung ausgeht.

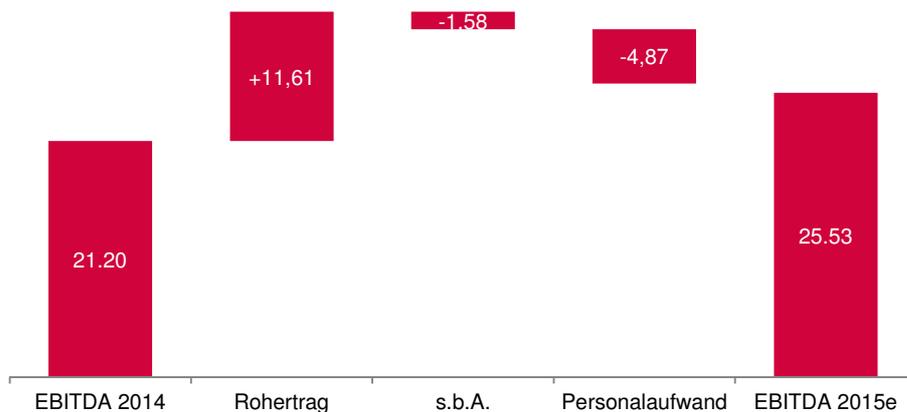
### Erwartete Ergebnisentwicklung (in Mio. € und in %)



Quelle: GBC AG

Nachdem in 2014 die Materialaufwendungen aufgrund des geänderten Produkt-Mix innerhalb der MS Spaichingen GmbH sowie der bezogenen Fremdleistungen deutlich anstiegen und sich die Materialaufwandsquote von 55,0 % auf 58,3 % erhöht hat, gehen wir mit 58,4 % auch für das laufende Geschäftsjahr von einer Quote über 58,0 % aus. Grund dafür ist der erneute Umsatzanstieg im Bereich Motoren-/Antriebstechnik, in welchem ein erhöhter Materialeinsatz erforderlich ist.

### EBITDA-Brücke 2014 zu 2015 (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Aufgrund der weiterhin hohen Nachfrage und des damit verbundenen weiteren Personalaufbaus dürften die damit verbundenen Aufwendungen um 10,2 % auf 52,58 Mio. € ansteigen. Der Anstieg ist zudem auf erhöhte Forschungs- und Entwicklungstätigkeiten zurückzuführen, die weiter intensiviert werden sollen. Aufgrund des Umzuges Ende 2015/Anfang 2016 in das neue Gebäude in Trossingen-Schura, gehen wir für das lau-

fende Jahr zusätzlich von steigenden sonstigen betrieblichen Aufwendungen auf ein Niveau von knapp 30,00 Mio. € aus.

Das Finanzergebnis wird sich unserer Einschätzung nach im Zuge weiterer Tilgungsleistungen leicht unter dem Niveau von 2014 belaufen und voraussichtlich -4,19 Mio. € betragen (VJ: -4,34 Mio. €). Aufgrund noch bestehender Verlustviträge in Höhe von rund 5,00 Mio. € dürfte die Steuerlast in 2015 noch nicht in vollem Umfang von 30,0 % anfallen, jedoch über dem Niveau von 2014 liegen (25,0 %). Somit sollte der Jahresüberschuss in 2015 bei 7,32 Mio. € liegen und somit deutlich über den 4,13 Mio. € aus 2014.

Für das Geschäftsjahr 2016 gehen wir von einer Fortsetzung der positiven Entwicklung aus, verbunden mit einer erneuten Verbesserung der Margensituation sowie der Bilanzrelationen. Zum einen wird ab dem Halbjahr 2016 die mit 7,25 % vergleichsweise hoch verzinsten Anleihe fällig, welche voraussichtlich mit einer deutlich günstigeren Anschlussfinanzierung abgelöst werden sollte. Gleichzeitig dürfte sich die Höhe der Anschlussfinanzierung lediglich auf die Hälfte der Anleihe belaufen und somit rund 10,00 Mio. € betragen. Die Einsparung beim Zinsaufwand in Kombination mit dem Wegfall der bis Anfang 2016 anfallenden PPA-Abschreibungen wird sich entsprechend positiv auf das Ergebnis auswirken. **Auf Basis unserer aktualisierten Prognosen heben wir das Kursziel von bisher 4,40 € auf 7,00 € an und vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.**

## BEWERTUNG

### 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 3,0 %. 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 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 1,00 %.**

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

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

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 80,0 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,20 %.

### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,20 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2016 entspricht als **Kursziel 7,00 €**. Die deutliche Erhöhung des Kursziels trägt der veränderten Unternehmenssituation Rechnung. Die in den vergangenen Jahren getätigten Investitionen in die Kapazitätserweiterung werden in den nächsten Jahren die steigende Nachfrage innerhalb der Motoren- und Schweißtechnik vollständig tragen können und es ist mit deutlichen Wachstumsraten beim Umsatz und Ergebnis zu rechnen.

## 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	8,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	18,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	15,6%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final End- wert
	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	
Umsatz (US)	249,46	261,18	269,01	277,08	285,40	293,96	302,78	311,86	
US Veränderung	14,2%	4,7%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	4,55	5,19	5,72	6,02	6,20	6,39	6,58	6,78	
EBITDA	25,53	27,20	29,59	30,48	31,39	32,34	33,31	34,30	
EBITDA-Marge	10,2%	10,4%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	
EBITA	14,37	16,70	20,28	21,78	22,88	23,83	24,80	25,79	
EBITA-Marge	5,8%	6,4%	7,5%	7,9%	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	8,3%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-4,02 28,0%	-5,01 30,0%	-6,08 30,0%	-6,54 30,0%	-6,87 30,0%	-7,15 30,0%	-7,44 30,0%	-7,74 30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	10,34	11,69	14,19	15,25	16,02	16,68	17,36	18,06	
Kapitalrendite	11,8%	12,7%	15,9%	17,2%	18,0%	18,5%	18,9%	19,4%	19,6%
Working Capital (WC)	37,50	39,20	41,83	43,09	44,38	45,71	47,08	48,49	
WC zu Umsatz	15,0%	15,0%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	
Investitionen in WC	-2,92	-1,70	-2,63	-1,25	-1,29	-1,33	-1,37	-1,41	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	54,84	50,34	47,00	46,00	46,00	46,00	46,00	46,00	
AFA auf OAV	-11,16	-10,49	-9,31	-8,70	-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	-5,97	-7,70	-8,51	-8,51	-8,51	-8,51	
Investiertes Kapital	92,34	89,54	88,83	89,09	90,38	91,71	93,08	94,49	
EBITDA	25,53	27,20	29,59	30,48	31,39	32,34	33,31	34,30	
Steuern auf EBITA	-4,02	-5,01	-6,08	-6,54	-6,87	-7,15	-7,44	-7,74	
Investitionen gesamt	-15,92	-7,70	-8,60	-8,95	-9,80	-9,84	-9,88	-9,92	
Investitionen in OAV	-13,00	-6,00	-5,97	-7,70	-8,51	-8,51	-8,51	-8,51	
Investitionen in WC	-2,92	-1,70	-2,63	-1,25	-1,29	-1,33	-1,37	-1,41	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	5,58	14,49	14,91	14,99	14,73	15,35	15,99	16,64	268,32

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	233,31	237,92
Barwert expliziter FCFs	78,64	70,59
Barwert des Continuing Value	154,68	167,34
Nettoschulden (Net debt)	38,94	28,07
Wert des Eigenkapitals	194,37	209,85
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	194,37	209,85
Ausstehende Aktien in Mio.	30,00	30,00
Fairer Wert der Aktie in EUR	6,48	<b>7,00</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,46
Eigenkapitalkosten	9,0%
Zielgewichtung	80,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	20,0%
Taxshield	25,0%
WACC	<b>8,2%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	7,6%	7,9%	8,2%	8,5%	8,8%
19,1%	7,62	7,21	6,84	6,50	6,20
19,3%	7,71	7,29	6,92	6,58	6,27
19,6%	7,80	7,38	<b>7,00</b>	6,65	6,34
19,8%	7,89	7,46	7,07	6,72	6,41
20,1%	7,99	7,55	7,15	6,80	6,48

## 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 andere 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 Wert 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, Aktienrückkäufen, 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 inhaltliche 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 inhaltliche 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, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Susanne Klebl, Email: [klebl@gbc-ag.de](mailto: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**  
**Dominik Gerbing, B.A., Finanzanalyst**

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

**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](mailto:compliance@gbc-ag.de)



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

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