



Researchstudie (Update)

MS Industrie AG



**Umsatzschwäche in USA wird durch Europa kompensiert;
Langfristig dynamische Marktentwicklung erwartet;
Kurzfristige Prognosen reduziert**

Kursziel: 5,50 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

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

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

Rating: Kaufen
Kursziel: 5,50

Aktueller Kurs: 3,16
26.8.2016 / ETR / 15:45 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005855183
WKN: 585518
Börsenkürzel: MSAG

Aktienanzahl³: 29,82
Marketcap³: 94,23
EnterpriseValue³: 153,83
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 60,0 %

Transparenzlevel:
General Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
Oddo Seydler Bank AG

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Felix Gode, CFA
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 14

Unternehmensprofil

Branche: Industrie

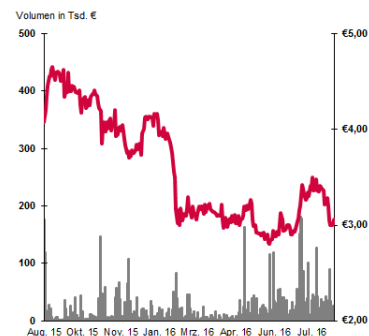
Fokus: Motoren- und Antriebstechnik, Ultraschalltechnik und Elektromotoren

Mitarbeiter: 1.138 (30.06.2016)

Gründung: 1991

Firmensitz: München

Vorstand: Dr. Andreas Aufschneider, Armin Distel



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

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016e	31.12.2017e
Umsatz	218,45	274,44	255,00	271,12
EBITDA	21,20	21,01	22,91	25,88
EBIT	9,91	9,10	11,11	14,23
Jahresüberschuss	4,13	3,46	5,77	8,08

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,14	0,12	0,19	0,27
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,70	0,56	0,60	0,57
EV/EBITDA	7,26	7,32	6,71	5,94
EV/EBIT	15,52	16,90	13,85	10,81
KGV	22,82	27,23	16,33	11,66
KBV		1,93		

Finanztermine

Nov. 2016: Veröffentlichung Q3-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

8.6.2016: RS / 6,00 / KAUFEN

7.12.2015: RS / 7,00 / KAUFEN

7.9.2015: RS / 7,00 / KAUFEN

28.8.2015: RS / 7,00 / KAUFEN

19.5.2015: RS / 7,00 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Mit Umsatzerlösen in Höhe von 128,58 Mio. € (VJ: 128,34 Mio. €) hat die MS Industrie AG im ersten Halbjahr 2016 eine konstante Umsatzentwicklung erreicht. Dass das Umsatzniveau des Vorjahres erreicht wurde, ist insbesondere vor dem Hintergrund der schwachen Nachfrage aus den USA, der für die MS Industrie AG zweitwichtigsten Region, als Erfolg zu werten. Dabei sind die US-Auftragseingänge für schwere LKW (Class 8-Fahrzeuge) im Juni 2016 gegenüber dem Vorjahresmonat um rund 34 % eingebrochen. Dies konnte aber durch die dynamische Nachfrageentwicklung in Europa (1.HJ 16: +13,5 %) kompensiert werden. In Nordamerika sind die Umsätze der MS Industrie AG um 9,93 Mio. € gefallen, in Europa kletterten diese hingegen um insgesamt 10,61 Mio. €.
- Bereinigt hätte die Gesellschaft sogar einen 3,2%igen Anstieg der Umsatzbasis von 122,83 Mio. € (1.HJ 2015) auf 126,78 Mio. € (1.HJ 2016) erreicht. Bei den umsatzbezogenen Einmaleffekten des ersten Halbjahres 2016 handelt es sich um Rückerstattungen von im Vorjahr angefallenen Währungsverlusten aus Beschaffungsvorgängen mit Setzlieferanten in Höhe von 1,80 Mio. €. Die Sondereffekte des Vorjahres stehen im Zusammenhang mit dem Immobilien-Fertigungsauftrag der neuen Produktionsstätte in Trossingen und hatten das Umsatzniveau um insgesamt 5,51 Mio. € positiv beeinflusst.
- Die Ergebnisentwicklung war unter anderem vom im ersten Halbjahr 2016 final erfolgten Umzug des Powertrain-Segments an den neuen Produktionsstandort in Trossingen beeinträchtigt. Trotz konstanter Umsatzentwicklung weist der MS-Konzern daher einen leichten Rückgang des EBITDA auf 10,72 Mio. € (VJ: 11,01 Mio. €) auf.
- Das Management der MS Industrie AG hat, als Reaktion auf die Nachfrageschwäche in den USA, die Umsatz- und Ergebnisprognosen für das Gesamtjahr 2016 nach unten angepasst. Nunmehr wird mit Umsatzerlösen in Höhe von 255,00 Mio. € (bisher: 270 Mio. €) und einem leichten Rückgang des bereinigten operativen Ergebnisses gerechnet. Analog dazu haben wir unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen für 2016 und 2017 reduziert und rechnen mit Umsätzen in Höhe von 255,00 Mio. € (GJ 2016e) respektive 271,12 Mio. € (GJ 2017e) sowie einem EBITDA in Höhe von 22,91 Mio. € (GJ 2016e) und 25,88 Mio. € (GJ 2017e). Grundsätzlich sehen wir in der negativen Nachfrageentwicklung in den USA kein Strukturproblem, es ist unserer Ansicht nach vielmehr eine Folge einer kurzfristigen Volatilität. Sowohl in den USA als auch in Europa dürfte die MS Industrie AG weiterhin von einer hohen Innovationsnotwendigkeit bei den Nutzfahrzeugflotten, vor dem Hintergrund der bereits verabschiedeten sowie der kommenden Abgasnormen, profitieren.
- Ein wichtiger Ergebnistreiber ist die bereits umgesetzte Refinanzierungsstrategie, im Rahmen derer die 7,25 %-Unternehmensanleihe im Juli 2016 zurückgeführt wurde. Diesbezüglich wurden im Dezember 2015 zinsgünstige Darlehen (Zinssatz < 2,0 %) vereinbart, wodurch sich die durchschnittlichen Finanzierungskosten erheblich mindern werden. Wir haben dies in unserem DCF-Modell berücksichtigt.
- **Im Rahmen des um die reduzierten Prognosen angepassten DCF-Bewertungsmodells haben wir einen fairen Wert von 5,50 € (bisher: 6,00 €) je Aktie ermittelt. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau vergeben wir weiterhin das Rating KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

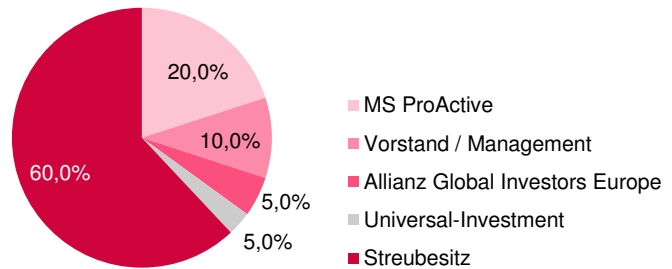
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Wichtige Referenzkunden	4
Geschäftsentwicklung 1.HJ 2016	5
Umsatzentwicklung 1.HJ 2016	5
Ergebnisentwicklung 1.HJ 2016	6
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2016	8
Prognosen und Bewertung	9
Umsatzprognosen 2016 und 2017	9
Ergebnisprognosen 2016 und 2017	10
Bewertung	11
Modellannahmen	11
Bestimmung der Kapitalkosten	11
Bewertungsergebnis	11
DCF-Modell	12
Anhang	13

UNTERNEHMEN

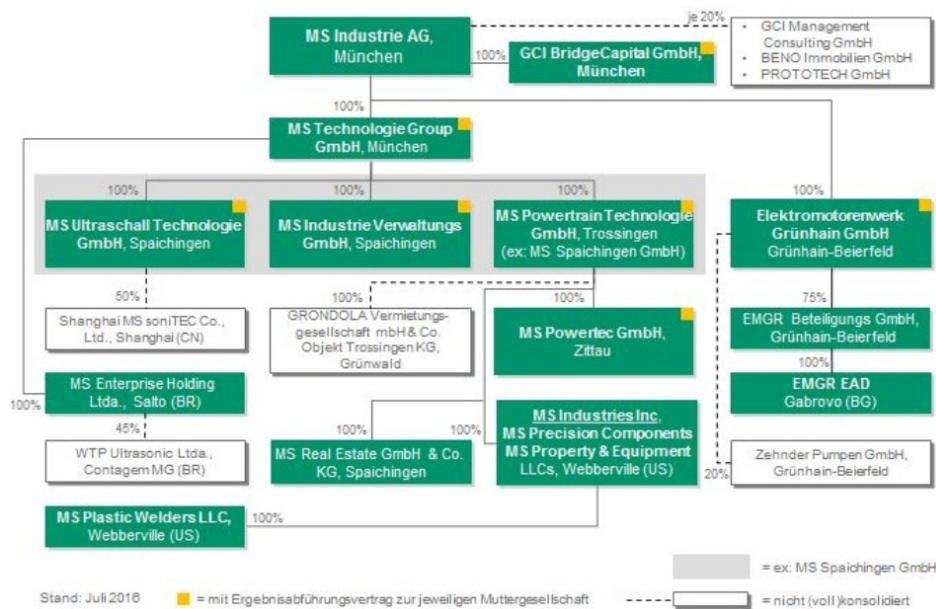
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
MS ProActive	20,0%
Vorstand / Management	10,0%
Allianz Global Investors Europe	5,0%
Universal-Investment	5,0%
Streubesitz	60,0%

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Wichtige Referenzkunden

DAIMLER



Volkswagen



ABUS
Kransysteme

KOCH

GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2016

In Mio. €	1.HJ 2014	1.HJ 2015	1.HJ 2016
Umsatzerlöse	104,61	128,34	128,58
EBITDA (EBITDA-Marge)	11,13 (10,6%)	11,01 (8,6%)	10,72 (8,3%)
EBIT (EBIT-Marge)	5,55 (5,3%)	5,38 (4,2%)	4,54 (3,5%)
Periodenergebnis	2,84	2,48	2,03

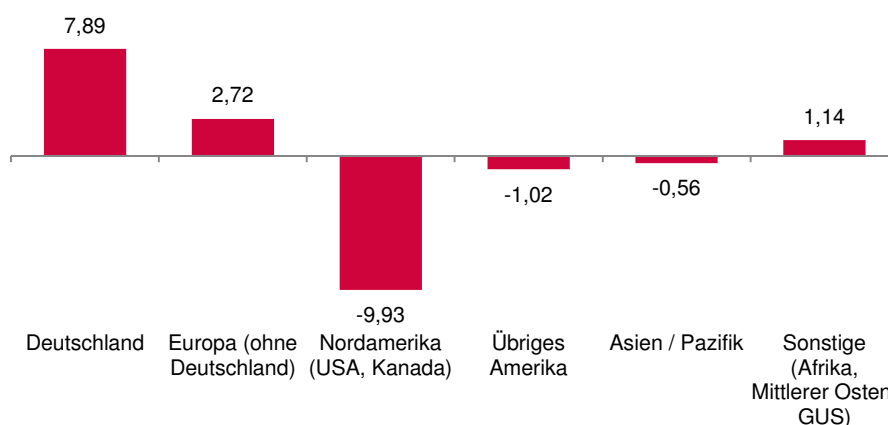
Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 1.HJ 2016

Im ersten Halbjahr 2016 hat die MS Industrie AG mit einer konstanten Umsatzentwicklung in Höhe von 128,58 Mio. € (VJ: 128,34 Mio. €) nicht an die hohe Wachstumsdynamik der vergangenen Geschäftsjahre angeknüpft. Dabei sind die unveränderten Umsatzerlöse vor dem Hintergrund eines insbesondere in der wichtigen Absatzregion „Nordamerika“ herausfordernden Marktumfelds zu sehen. Die MS Industrie AG tritt dabei innerhalb des größten Segments Powertrain Technology Group (PTG) hauptsächlich als Lieferant kompletter Ventiltrieb-Systeme auf, die vornehmlich für schwere Dieselmotoren in Nutzfahrzeugen eingesetzt werden. Die hierfür ausschlaggebende Nachfrage nach Nutzfahrzeugen war dabei insbesondere in Europa von einem weiteren Wachstum geprägt (1.HJ 16: +13,5 %), während die Auftragseingänge des US-amerikanischen Gesamtmarktes für schwere LKW (Class 8-Fahrzeuge) im Juni 2016 rund 34 % unterhalb des Vorjahres lagen.

Analog zur heterogenen Marktentwicklung haben, gemäß regionaler Umsatzaufteilung, die Wachstumsimpulse in Europa die rückläufigen Umsätze in Nordamerika kompensiert und damit insgesamt eine konstante Umsatzentwicklung ermöglicht:

Absolute regionenspezifische Umsatzveränderung im 1.HJ 2016 (in Mio. €)

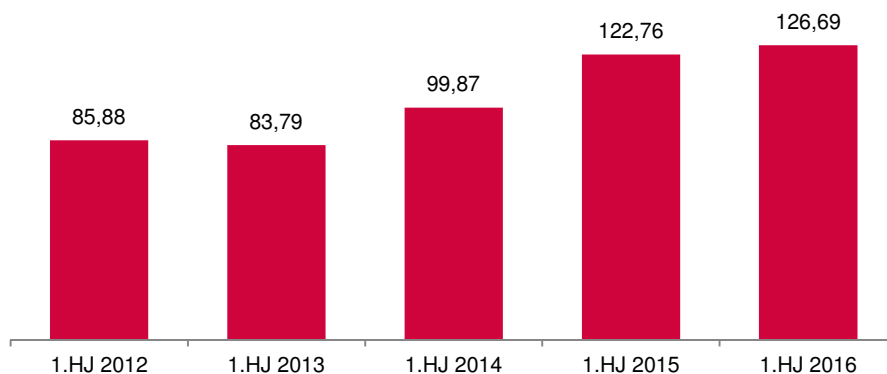


Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Es wird ersichtlich, dass aufgrund der breiten regionalen Abdeckung temporäre Schwächen ausgeglichen werden können und damit eine geringere Krisenanfälligkeit vorherrscht. Um Sondereffekte bereinigt, hätte der MS-Konzern, trotz der schlechten Vorgaben aus den USA, einen 3,2%igen Anstieg der Umsatzbasis von 122,83 Mio. € (1.HJ 2015) auf 126,78 Mio. € (1.HJ 2016) erreicht. Bei den umsatzbezogenen Einmaleffekten des ersten Halbjahres 2016 handelt es sich um Rückerstattungen von im Vorjahr angefallenen Währungsverlusten aus Beschaffungsvorgängen mit Setzlieferanten in Höhe von 1,80 Mio. €. Die Sondereffekte des Vorjahres stehen im Zusammenhang mit dem Immobilien-Fertigungsauftrag der neuen Produktionsstätte in Trossingen und hatten das Umsatzniveau um insgesamt 5,51 Mio. € positiv beeinflusst. Ein aussagekräftigeres

Umsatzbild ergibt sich damit bei der Betrachtung des mit Abstand wichtigsten Sektors „Industriebeteiligungen“ (bereinigt um die im ersten Halbjahr 2016 erfolgten Rückerstattungen), welcher die beiden Hauptbereiche Powertrain Technology Group (PTG) und Ultrasonic Technology Group (UTG) enthält:

Bereinigte Umsätze Industriebeteiligungen (in Mio. €)



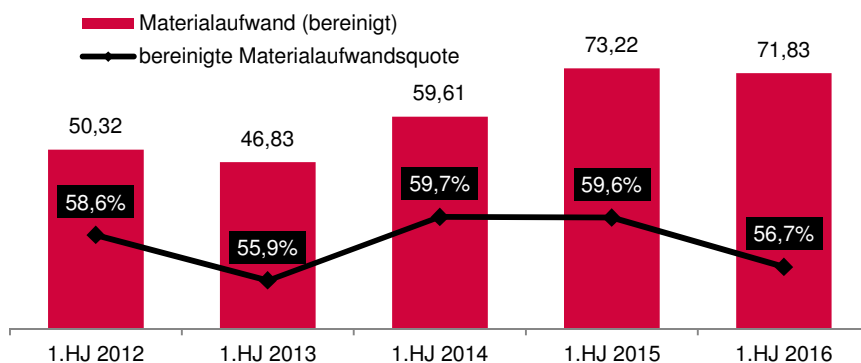
Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Ergebnisentwicklung 1.HJ 2016

Ausgehend von der konstanten Umsatzentwicklung weist der MS-Konzern einen überproportionalen Anstieg des Rohertrages auf 60,24 Mio. € (VJ: 53,17 Mio. €) und eine dazugehörige Verbesserung der Rohertragsmarge auf 46,9 % (VJ: 41,4 %) auf. Jedoch auch beim Rohertrag „as reported“ gilt es Sondereffekte zu eliminieren. So ist der Ausweis des Rohertrages des ersten Halbjahres 2016 um 1,18 Mio. € zu hoch. Neben der erwähnten Rückerstattung aus im Vorjahr angefallenen Währungsverlusten (Rohertragseffekte: +0,5 Mio. €) waren im Materialaufwand zudem Rückerstattungen für im Vorjahr verauslagte Mehrkosten aus der Insolvenz eines Lieferanten in Höhe von 0,7 Mio. € positiv erfasst. Diese Einmaleffekte hatten den Vorjahreswert negativ beeinflusst, so dass der MS-Konzern beim bereinigten Rohertrag insgesamt einen Anstieg auf 59,06 Mio. € (VJ: 54,49 Mio. €) erreicht hat.

Ein entscheidender Faktor der Konzernrentabilität ist die Materialintensität in Abhängigkeit vom Umsatzmix. Ausgedrückt wird dies von der Materialaufwandsquote, als wichtigster Kostenblock des MS-Konzerns. Analog zu den Umsatzerlösen, lässt sich ein aussagekräftiger Vergleich bei den Materialaufwendungen unter ausschließlicher Berücksichtigung des Segments Industriebeteiligungen (bereinigt um Einmaleffekte) erreichen:

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

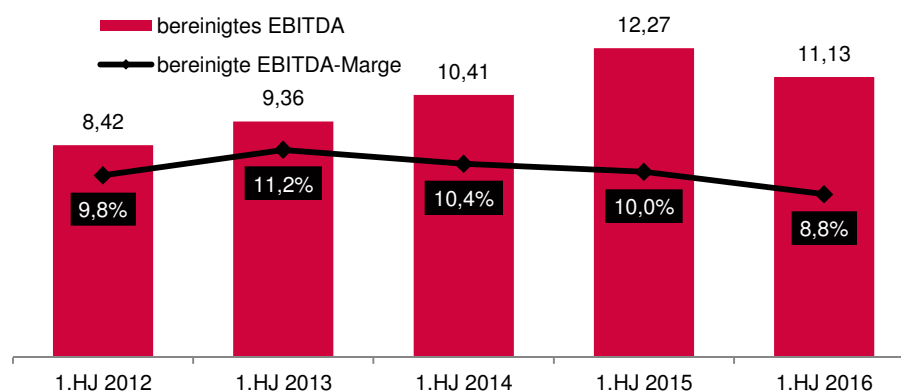


Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Der sichtbare Rückgang der Materialaufwandsquote ist eine Folge des Umsatzmix, mit einem im Vergleich zum Vorjahr höheren Anteil an margenstarken Produkten. Trotz rückläufiger Materialaufwendungen und damit des Rohertragsanstieges liegt das EBITDA mit 10,72 Mio. € unterhalb des Vorjahreswertes in Höhe von 11,01 Mio. €. Ausschlaggebend sind hierfür die deutlich erhöhten Personalaufwendungen sowie sonstige betriebliche Aufwendungen, die unseres Erachtens mit dem Umzug des Powertrain-Segments in das neue Produktionsgebäude in Trossingen stehen. Der Personalaufwand kletterte dabei um 12,2 % auf 30,31 Mio. € (VJ: 27,03 Mio. €) und ist sowohl auf einer plangemäßen gestiegenen Mitarbeiterzahl (1.138 ggü. 1.030 Mitarbeiter im Vorjahr) als auch auf eine höhere Kapazitätsauslastung zurückzuführen. Erwähnenswert sind hier die während der Umzugsphase notwendigen personellen Pufferkapazitäten, welche mit entsprechenden Mehrbelastungen einhergegangen sind. Darüber hinaus belasteten die vollständig im ersten Halbjahr 2016 abgeschlossenen Umzugskosten in Höhe von etwa 1,1 Mio. € das operative Konzernergebnis der MS Industrie AG.

Das bereinigte EBITDA des Segments Industriebeteiligungen lag dementsprechend unterhalb des Vorjahreswertes und damit unterhalb der Unternehmenserwartungen:

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



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Ein wichtiger Faktor der künftigen Entwicklung des Konzernergebnisses ist das Finanzergebnis, welches infolge der im Dezember 2015 bzw. im Juli 2016 erfolgten Umschuldung mit erheblichen Einsparpotenzialen einhergehen dürfte. Dazu gehören die Aufnahme langfristiger zinsgünstiger Darlehen (Zinssatz < 2,0 %), um die nach dem Stichtag 30.06.2016 erfolgte Rückzahlung der 7,25 %-Unternehmensanleihe (ausstehendes Volumen: 22,99 Mio. €) zu finanzieren. Da aber die Anleiherückzahlung erst im zweiten Halbjahr 2016 erfolgt ist, sind bisher keine positiven Effekte aus der deutlichen Minderung des durchschnittlichen Zinssatzes sichtbar. Daher liegen die Finanzaufwendungen mit 1,81 Mio. € (VJ: 1,83 Mio. €) noch auf dem Niveau des Vorjahres. Folglich liegt auch das Nachsteuerergebnis auf Konzernebene mit 2,03 Mio. € unterhalb des Vorjahresniveaus (VJ: 2,48 Mio. €).

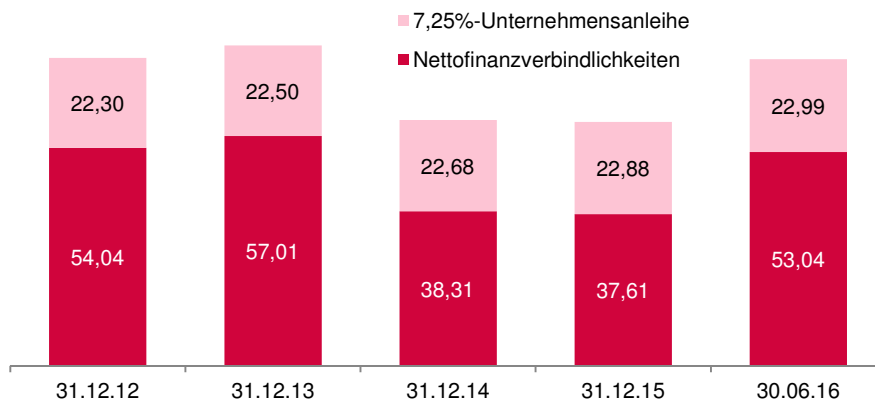
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2016

in Mio. €	30.06.2015	31.12.2015	30.06.2016
Eigenkapital	51,20	47,21	48,70
EK-Quote (in %)	34,3%	31,6%	29,7%
Nettofinanzverbindlichkeiten	58,65	60,49	76,03
Operatives Anlagevermögen	56,15	62,53	67,01
Net Working Capital	34,51	29,32	41,29
Cashflow (operativ)	7,84	22,23	-4,15
Cashflow (Investition)	-6,48	-19,53	-4,85
Cashflow (Finanzierung)	-0,85	-3,84	10,28

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Ein wichtiges Thema für die MS Industrie AG ist die in den vergangenen Geschäftsjahren durchgeführte sukzessive Reduktion bei den Finanzverbindlichkeiten sowie in diesem Zusammenhang die Verbesserung des durchschnittlichen Zinssatzes. Mit den im Dezember 2015 erfolgten zinsgünstigen Finanzierungsvereinbarungen zur planmäßigen Rückführung der 7,25%-Unternehmensanleihe ist ein wichtiger Bestandteil der Finanzierungsstrategie umgesetzt worden. Zum Bilanzstichtag 30.06.2016 wird zunächst und entgegen des langfristigen Trends eine Erhöhung bei den Nettofinanzverbindlichkeiten auf 76,03 Mio. € (31.12.15: 60,49 Mio. €) ersichtlich. Dies ist jedoch nur als ein Stichtagseffekt zu betrachten und steht in erster Linie mit der Kreditaufnahme für die nach dem Bilanzstichtag erfolgte Rückzahlung der 7,25%-Unternehmensanleihe in Verbindung. Zum Ende des laufenden Geschäftsjahres 2016 dürfte eine niedrigere Finanzverschuldung vorliegen:

Nettofinanzverbindlichkeiten (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Ein weiterer ebenfalls stichtagsbezogener Aspekt ist der deutliche liquiditätswirksame Anstieg des Nettoumlaufvermögens (Working Capital) auf 41,29 Mio. € (31.12.15: 29,32 Mio. €). Aufgrund dieses Stichtagseffektes lag der operative Cashflow mit -4,15 Mio. € deutlich unterhalb des Vorjahreswertes von 7,84 Mio. €. Bis zum Ende des laufenden Geschäftsjahres sollte sich das Working Capital normalisieren und damit der operative Cashflow wieder in einem positiven Bereich liegen.

Zusammengenommen haben die höhere Finanzverschuldung sowie das gestiegene Nettoumlaufvermögen zu einer Bilanzverlängerung geführt. Trotz eines leichten Anstiegs des Eigenkapitals auf 48,70 Mio. € (31.12.15: 47,21 Mio. €) liegt damit die EK-Quote mit 29,7 % (31.12.15: 31,6 %) leicht niedriger als zum Geschäftsjahresende 2015.

PROGNOSEN UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 15	GJ 16e (neu)	GJ 16e (alt)	GJ 17e (neu)	GJ 17e (alt)
Umsatzerlöse	274,44	255,00	273,00	271,12	282,63
EBITDA	21,01	22,91	26,79	25,88	29,45
EBITDA-Marge	7,7%	9,0%	9,8%	9,5%	10,4%
EBIT	9,10	11,11	14,99	14,23	17,80
EBIT-Marge	3,3%	4,4%	5,5%	5,2%	6,3%
JÜ	3,46	5,77	7,21	8,08	10,15
EPS in €	0,12	0,19	0,24	0,27	0,34

Quelle: GBC AG

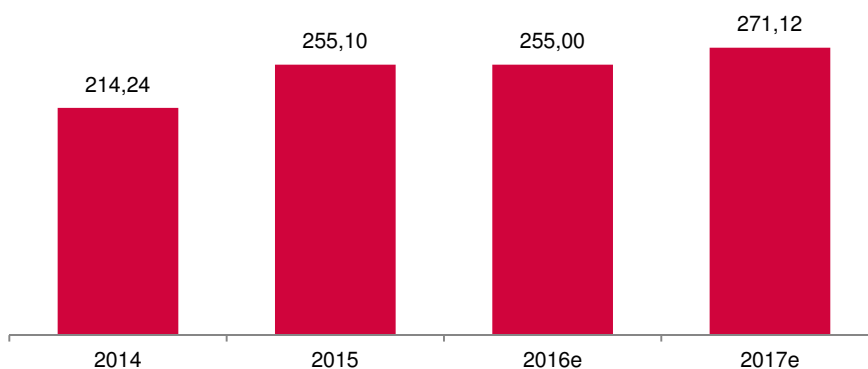
Umsatzprognosen 2016 und 2017

Die heterogene Marktentwicklung im ersten Halbjahr 2016, mit der unterhalb der Erwartungen gebliebenen Nachfrage nach Nutzfahrzeugen in den USA, dürfte erwartungsgemäß auch das zweite Halbjahr 2016 beeinflussen. Als Reaktion auf die aktuelle Investitionszurückhaltung in den USA hat Daimler, als größter Kunde des MS-Konzerns, temporäre Werksschließungen vorgenommen, was sich weiterhin negativ auf die Abrufzahlen der MS-Produkte in den USA auswirken wird. Demzufolge hat die MS Industrie AG die bisherige Umsatzprognose von zuvor 270 Mio. € auf nunmehr 255 Mio. € reduziert.

Die aktuelle Schwäche in den USA ist jedoch nicht als strukturell anzusehen, sie ist vielmehr temporärer Natur. Wichtige Treiber wie etwa die ab dem kommenden Geschäftsjahr in Kraft tretende „greenhouse gas regulation“ (2017-2027) aber auch Aufhol-effekte vor dem Hintergrund einer grundsätzlich alten LKW-Flotte sollten in den kommenden Jahren zu einer erhöhten Nachfrage nach neuen Nutzfahrzeugen führen. Auch Daimler rechnet vor diesem Hintergrund mit einem Anstieg bei den Neuzulassungen und damit mit höheren Stückzahlen.

Die Umsatzschwäche in den USA sollte größtenteils von der weiterhin positiven Entwicklung in Deutschland und Europa zumindest kompensiert werden. Die Nutzfahrzeugnachfrage in Europa ist nach wie vor von notwendigen Investitionen in die Fahrzeugflotten, insbesondere vor dem Hintergrund neuer Abgasnormen sowie des weiterhin hohen Durchschnittsalters der Zugmaschinen geprägt. Die unveränderte Wachstumsdynamik in Europa sollte zudem auch vom Ultraschall-Segment sowie von Umsatz- und Ergebnissteigerungen des Elektromotorenwerks Grünhain getragen werden. Gemäß Unternehmensangaben liegen hier die Auftragseingänge jeweils deutlich oberhalb des Vorjahresniveaus.

Umsatzerlöse Industriebeteiligungen (in Mio. €)



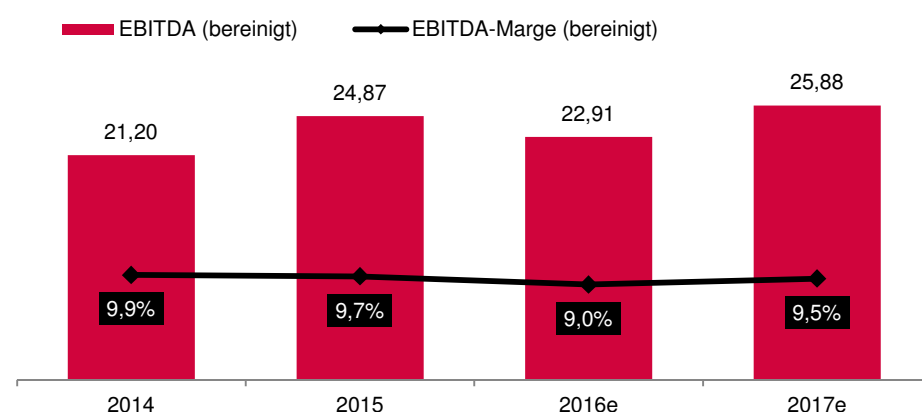
Quelle: GBC AG

Analog zur reduzierten Unternehmens-Guidance, passen auch wir unsere Umsatzprognosen auf 255,00 Mio. € (2016e) an. Im Vergleich zu den Vorjahresumsätzen (GJ 2015: 274,44 Mio. €) käme dies zwar einem Umsatzrückgang gleich, tatsächlich handelt es sich um eine konstante Umsatzentwicklung. In den Vorjahresumsätzen waren auch Fertigstellungserlöse der Immobilie in Trossingen in Höhe von 19,35 Mio. € enthalten, so dass die bereinigten Umsätze bei 255,09 Mio. € lagen. Für das Geschäftsjahr 2017 rechnen wir zwar mit Aufholeffekten in den USA, aufgrund der geringen Sichtbarkeit gehen wir jedoch konservativ vor und rechnen nunmehr mit Umsätzen in Höhe von 271,12 Mio. € (bisher: 282,63 Mio. €).

Ergebnisprognosen 2016 und 2017

Neben der Fortsetzung des Wachstumskurses liegt der Fokus der Gesellschaft auf der sukzessiven Verbesserung der Rentabilität. Zunächst wird die Rentabilität im zweiten Halbjahr 2016 gegenüber dem ersten Halbjahr 2016 schon alleine aus dem Wegfall von Sondereffekten (Umzug in das neue Gebäude Trossingen / Bereitstellung von Kapazitäten) tendenziell zulegen. Langfristige Maßnahmen wie etwa eine geänderte Produktzuordnung, um Größenvorteile und Skaleneffekte besser auszunutzen, werden ebenfalls aktiv vom MS-Management angegangen. Da insbesondere die mit dem Umzug in das neue Gebäude in Verbindung stehenden Effekte das erste Halbjahr 2016 belastet hatten, gehen wir, analog zur reduzierten Unternehmens-Guidance, zunächst von einem leichten Rückgang des bereinigten EBITDA aus:

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



Quelle: GBC AG

Ein maßgeblicher Faktor unserer Prognosen ist die zum 15.07.2016 bereits erfolgte Umschuldung der 7,25 %-Unternehmensanleihe. Hierfür wurden Ende des Geschäftsjahres 2015 zwei langfristige und vergleichsweise zinsgünstige Darlehen (Zinssatz < 2,0 %) vereinbart. Insgesamt wird der MS-Konzern damit einen deutlichen Rückgang bei den Zinsaufwendungen aufweisen, welcher sich im kommenden Geschäftsjahr 2017 erstmalig ganzjährig auswirken wird.

Bewertung

Modellannahmen

Die MS Industrie AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2016 und 2017 in Phase 1, erfolgt von 2018 bis 2023 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 3,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 11,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 33,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

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

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

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

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

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

Bewertungsergebnis

Im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells haben wir einen neuen fairen Wert von 5,50 € (bisher: 6,00 €) je Aktie ermittelt. Das damit reduzierte Kursziel reflektiert die derzeit negativen Vorgaben aus den USA, welche wir zum Anlass genommen haben, um unsere konkreten Prognosen der Geschäftsjahre 2016 und 2017 nach unten anzupassen.

DCF-Modell

MS Industrie AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	11,0%	ewige EBITA - Marge	7,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	17,4%	effektive Steuerquote im Endwert	35,0%
Working Capital zu Umsatz	10,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	255,00	271,12	279,26	287,63	296,26	305,15	314,31	323,73	
US Veränderung	-7,1%	6,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	4,09	4,37	4,37	4,37	4,37	4,37	4,37	4,37	
EBITDA	22,91	25,88	30,72	31,64	32,59	33,57	34,57	35,61	
EBITDA-Marge	9,0%	9,5%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	
EBITA	11,11	14,23	19,92	20,52	21,13	21,76	22,42	23,09	
EBITA-Marge	4,4%	5,2%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,3%
Steuern auf EBITA	-3,22	-4,70	-6,57	-6,77	-6,97	-7,18	-7,40	-7,62	
zu EBITA	29,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	35,0%
EBI (NOPLAT)	7,89	9,54	13,34	13,75	14,16	14,58	15,02	15,47	
Kapitalrendite	8,6%	9,9%	14,3%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	14,6%
Working Capital (WC)	34,00	31,00	27,93	28,76	29,63	30,52	31,43	32,37	
WC zu Umsatz	13,3%	11,4%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Investitionen in WC	-4,68	3,00	3,07	-0,84	-0,86	-0,89	-0,92	-0,94	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	62,30	62,00	63,86	65,78	67,75	69,78	71,87	74,03	
AFA auf OAV	-11,80	-11,65	-10,80	-11,12	-11,46	-11,80	-12,16	-12,52	
AFA zu OAV	18,9%	18,8%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	
Investitionen in OAV	-11,58	-11,35	-12,66	-13,04	-13,43	-13,83	-14,25	-14,68	
Investiertes Kapital	96,30	93,00	91,79	94,54	97,38	100,30	103,31	106,40	
EBITDA	22,91	25,88	30,72	31,64	32,59	33,57	34,57	35,61	
Steuern auf EBITA	-3,22	-4,70	-6,57	-6,77	-6,97	-7,18	-7,40	-7,62	
Investitionen gesamt	-16,26	-8,35	-9,59	-13,88	-14,29	-14,72	-15,16	-15,62	
Investitionen in OAV	-11,58	-11,35	-12,66	-13,04	-13,43	-13,83	-14,25	-14,68	
Investitionen in WC	-4,68	3,00	3,07	-0,84	-0,86	-0,89	-0,92	-0,94	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	3,43	12,84	14,56	10,99	11,32	11,66	12,01	12,37	223,90

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	194,78	197,53
Barwert expliziter FCFs	64,14	56,43
Barwert des Continuing Value	130,64	141,09
Nettoschulden (Net debt)	44,18	33,53
Wert des Eigenkapitals	150,60	164,00
Fremde Gewinnanteile	0,01	0,01
Wert des Aktienkapitals	150,61	164,01
Ausstehende Aktien in Mio.	29,82	29,82
Fairer Wert der Aktie in EUR	5,05	5,50

Kapitalkostenermittlung:

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

Kapitalrendite	WACC				
	7,4%	7,7%	8,0%	8,3%	8,6%
14,1%	5,99	5,63	5,31	5,02	4,76
14,4%	6,10	5,73	5,41	5,11	4,85
14,6%	6,20	5,83	5,50	5,20	4,93
14,9%	6,31	5,93	5,59	5,29	5,01
15,1%	6,42	6,03	5,69	5,38	5,09

ANHANG

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

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

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

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (4,5a,7,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um 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) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

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

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Jörg Grunwald, Vorstand

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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