



Researchstudie (Anno)

MS Industrie AG



- Spürbarer Rückgang des Geschäftes durch Covid-19**
- Prognosen und Kursziel stark reduziert**
- Mittelfristig steigende Umsätze, von niedrigerem Niveau ausgehend, erwartet**

Kursziel: 1,90 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 21**

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

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

Rating: KAUFEN
Kursziel: 1,90 EUR
(bisher: 3,60 EUR)

Aktueller Kurs: 1,19
27.05.2019 XETRA / 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005855183
WKN: 585518
Börsenkürzel: MSAG

Aktienanzahl³: 30,00
Marketcap³: 35,70
EnterpriseValue³: 101,15
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 57,0 %

Transparenzlevel:
General Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
Oddo Seydler Bank AG
Hauck & Aufhäuser

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 22

Unternehmensprofil

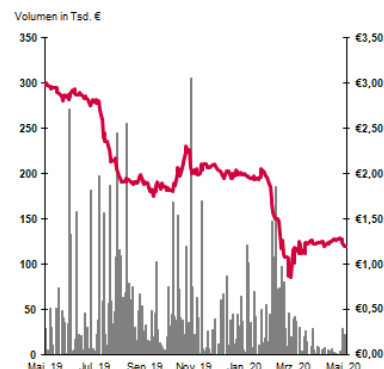
Branche: Industrie

Fokus: Motoren- und Antriebstechnik, Ultraschalltechnik und Elektromotoren

Mitarbeiter: 1.029 (31.03.2020)

Gründung: 1991

Firmensitz: München



Die MS Industrie AG mit Sitz in München ist die börsennotierte Muttergesellschaft einer fokussierten Industriegruppe mit den Geschäftsfeldern Antriebstechnik („Powertrain Technology Group“: Systeme und Komponenten für schwere Verbrennungsmotoren und kundenspezifische Elektromotoren) und Ultraschalltechnik („Ultrasonic Technology Group“: Sondermaschinen, Serienmaschinen sowie Ultraschallsysteme und -komponenten). Zu den wesentlichen Kundenbranchen zählen die weltweite Nutzfahrzeug- und die Pkw-Industrie, gefolgt von der Verpackungsmaschinenindustrie und dem allgemeinen Maschinen- und Anlagenbau. Im Rahmen ihrer Strategie konzentriert sich die MS Industrie AG auf vorwiegend organisches Wachstum und Beteiligungen innerhalb der bestehenden industriellen Kernkompetenzen, flankiert durch Engagements im industriellen Immobiliensektor sowie ergänzende Dienstleistungen.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2019	31.12.2020e	31.12.2021e	31.12.2022e
Umsatz	226,40	161,88	190,00	203,30
EBITDA	32,67	7,75	18,20	21,29
EBIT	18,47	-5,75	4,80	7,29
Jahresüberschuss	16,72	-7,74	2,06	3,70

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,56	-0,26	0,07	0,12
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,02	0,03

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,45	0,62	0,53	0,50
EV/EBITDA	3,10	13,05	5,56	4,75
EV/EBIT	5,48	-17,59	21,07	13,87
KGv	2,14	-4,61	17,30	9,64
KBV	0,47			

Finanztermine

23.06.2020: Hauptversammlung 2020
August 2020: Halbjahresbericht 2020
November 2020: Q3-Bericht 2020

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

28.11.2019: RS / 3,60 / KAUFEN

29.08.2019: RS / 4,10 / KAUFEN

06.05.2019: RS / 6,00 / KAUFEN

15.04.2019: RS / 6,00 / KAUFEN

23.11.2018: RS / 5,60 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Das abgelaufene Geschäftsjahr 2019 stand bei der MS Industrie AG im Zeichen der Veräußerung des US-amerikanischen Powertrain-Geschäftes. Der Wegfall der Umsatzerlöse in Höhe von jährlich ca. 80 Mio. € hatten einen starken Umsatzrückgang auf 226,40 Mio. € (VJ: 282,75 Mio. €) sowie ein deutlich rückläufiges, um Sondereffekte bereinigtes EBIT, auf -2,08 Mio. € (VJ: 10,67 Mio. €) zur Folge. Das IFRS-EBIT lag jedoch aufgrund eines einmaligen Entkonsolidierungsergebnisses von netto 20,55 Mio. € mit 18,47 Mio. € deutlich oberhalb des Vorjahreswertes. Unterm Strich weist der MS-Konzern daher ein Nachsteuerergebnis in Höhe von 16,72 Mio. € (VJ: 7,11 Mio. €) auf, welches ebenfalls stark vom transaktionsbedingten Sondereffekt geprägt war.
- Mit ihren beiden Geschäftsbereichen Powertrain und Ultraschall weist der MS-Konzern ein hohes Exposure zum Automotive-Bereich auf, wobei hier ganz klar der Fokus auf Nutzfahrzeuge liegt. Auch wenn die Gesellschaft mittelfristig von attraktiven Marktvorgaben profitieren sollte, stehen kurzfristig die Auswirkungen im Zusammenhang mit der Covid-19-Pandemie im Vordergrund. Die Powertrain-Fertigung in Trossingen und Zittau wurde beispielsweise, aufgrund der Werkschließungen von Hauptkunden der MS Industrie AG, auf Minimalniveau heruntergefahren. Zwischenzeitlich befand sich über 90 % der Belegschaft an diesen beiden Standorten in Kurzarbeit. Im Ultraschall-Segment ist der Rückgang der Auslastung auf etwa 60 % vergleichsweise geringer ausgefallen.
- Erste Auswirkungen daraus lassen sich in den Zahlen zum ersten Quartal 2020 beobachten. Hier verzeichnete die Gesellschaft einen deutlichen Umsatzrückgang auf 41,1 Mio. € (VJ: 75,0 Mio. €), wobei rund 23 Mio. € des Umsatzrückgangs dem Wegfall des US-PTG-Geschäftes und damit 10,9 Mio. € den pandemiebedingten Produktionsrückgängen geschuldet ist. Erwartungsgemäß lag das EBIT mit -2,7 Mio. € (VJ: 2,8 Mio. €) im negativen Bereich.
- In der aktuellen von der Covid-19-Pandemie geprägten Situation liegt ein besonderes Augenmerk auf der Liquiditätsausstattung des Konzerns. Zum 31.03.2020 verfügt die Gesellschaft über einen umfangreichen Bestand an liquiden Mitteln von rund 15,1 Mio. €. Zudem wurden Anfang des zweiten Quartals eine weitere Teilzahlung der Kaufpreiskasse aus der Veräußerung der US-Aktivitäten im PTG-Segment in Höhe von 5,32 Mio. € vereinnahmt. Auch dürfte der MS-Konzern gut in der Lage sein, falls notwendig, zusätzliches Fremdkapital aufzunehmen. Zum 31.12.2019 überstieg das Eigenkapital in Höhe von 76,75 Mio. € die Finanzverschuldung in Höhe von 74,63 Mio. €, was eine hohe Flexibilität hinsichtlich möglicher Finanzierungsfragen bietet.
- Die MS Industrie AG hatte bislang, unter Berücksichtigung der erstmals ganzjährigen Auswirkung der weggefallenen Umsätze des PTG-Geschäftes in den USA, mit Umsatzerlösen in Höhe von rund 195 Mio. € gerechnet. Aufgrund der Covid-19-Pandemie wird nunmehr mit Umsatzerlösen in Höhe von rund 163 Mio. € gerechnet, womit der Vorstand von einem Covid-19-bedingten Umsatzrückgang in Höhe von 32 Mio. € ausgeht. Im Powertrain-Segment soll aufgrund der bereits sichtbar gewordenen Umsatzausfälle ein Rückgang von rund 15 Mio. € zu Buche schlagen. Während im Bereich der Elektromotoren eine insgesamt zufriedenstellende Auftragslage vorliegt und daher hier keine großen Auswirkungen erwartet werden, liegen im Ultraschall-Bereich bereits spürbare Auswirkungen vor. Bei den Ultraschall-Sondermaschinen verzeichnet die Gesellschaft, insbesondere aufgrund der aktuellen Unsicherheit, eine insgesamt stark nachlassende Nachfrage aus der PKW-Industrie.

Bei den Serienmaschinen wurden wichtige Messen abgesagt und es liegen darüber hinaus starke Einschränkungen bei den Vertriebsaktivitäten vor.

- Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir mit Umsatzerlösen in Höhe von 161,88 Mio. € und erwarten für die kommenden beiden Geschäftsjahre eine Rückkehr zum Umsatzwachstum. Auf der Annahme einer konjunkturellen Erholung basierend rechnen wir für 2021 mit Umsätzen in Höhe von 190,00 Mio. € und für 2022 in Höhe von 203,30 Mio. €. In unseren Umsatzprognosen haben wir zudem Umsatzerlöse mit einem Kunden der VW-Gruppe berücksichtigt. Bis 2026 sollen diese jährlich auf 25 bis 30 Mio. € ansteigen. Für 2020 rechnen wir mit einem deutlich negativen EBIT in Höhe von -5,57 Mio. €. Analog zum erwarteten Umsatzanstieg erwarten wir für 2021 und 2022 überproportionale EBIT-Steigerungen auf 4,80 Mio. € (2021) und 7,29 Mio.€.
- Uns ist bewusst, dass sowohl die Umsatz- als auch die Ergebnisprognosen derzeit von einer hohen Unsicherheit behaftet sind und in einer kommenden Researchstudie erhebliche Anpassungen notwendig sein könnten. Auch der MS-Vorstand schätzt seine aktuelle Prognose als nur eingeschränkt belastbar ein. In unserem DCF-Bewertungsmodell haben wir die deutlich erhöhte Unsicherheit durch eine Anhebung des Diskontierungsfaktors berücksichtigt. Aufgrund eines höheren Betas haben wir die Eigenkapitalkosten von 9,0 % auf 10,2 % angehoben, was einen Anstieg des WACC auf 9,4 % (bisher: 8,3 %) bedeutet.
- Als Ergebnis des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 1,90 € (bisher: 3,60 €) ermittelt und nehmen damit eine deutliche Reduktion vor. Dies ist ein Resultat der erwarteten erheblichen Umsatzrückgänge des laufenden Geschäftsjahres sowie der von der niedrigeren Ausgangsbasis ebenfalls signifikant niedrigeren Umsätze und Ergebnisse der kommenden Geschäftsjahre. Zudem haben wir aufgrund der aktuellen Unsicherheit den Diskontierungsfaktor leicht angehoben. Seit unserer letzten Researchstudie (siehe Studie vom 28.11.2019) ist der MS-Aktienkurs um 58,5 % auf 1,19 € (XETRA; 27.05.2020; 17:36 Uhr) gefallen. Trotz der starken Kurszielreduktion vergeben wir daher weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

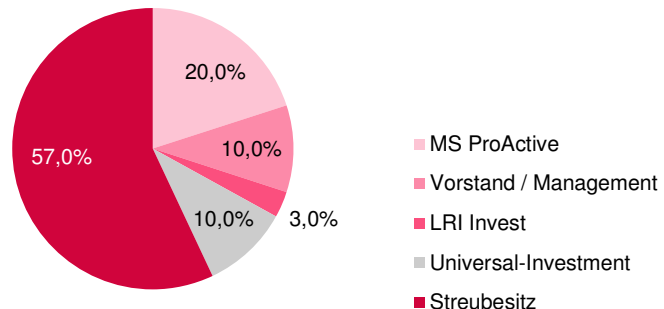
Executive Summary	2
Unternehmen	5
Aktionärsstruktur	5
Konsolidierungskreis	5
Produkte	5
MS Powertrain-Gruppe.....	5
MS Ultrasonic-Gruppe.....	6
Referenzkunden.....	6
Markt und Marktumfeld	7
Powertrain Europa	7
Ultraschallsegment	8
Unternehmensentwicklung.....	9
Kennzahlen im Überblick	9
Geschäftsentwicklung 2019	10
Umsatzentwicklung 2019	10
Ergebnisentwicklung 2019	11
Bilanzielle und finanzielle Situation	13
Geschäftsentwicklung Q1 2020	15
Prognose und Bewertung.....	16
Umsatzprognosen 2020 – 2022	17
Bewertung.....	19
Modellannahmen.....	19
Bestimmung der Kapitalkosten.....	19
Bewertungsergebnis.....	19
DCF-Modell.....	20
Anhang	21

UNTERNEHMEN

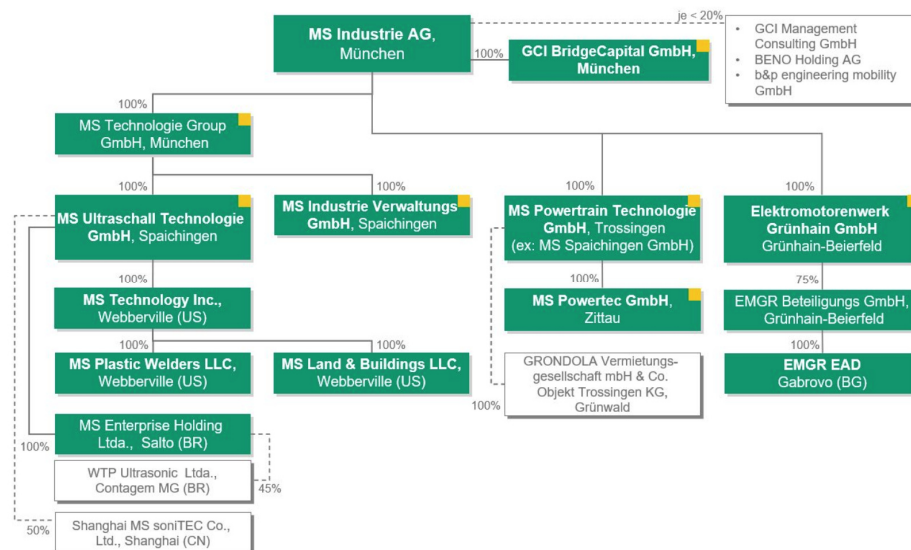
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
MS ProActive	20%
Vorstand / Management	10%
Universal-Investment	10%
LRI Invest	3%
Streubesitz	57%

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Produkte

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

MS Powertrain-Gruppe

Hier tritt der MS-Konzern nunmehr hauptsächlich in Europa als Lieferant kompletter Automotive-Systeme auf, welche vornehmlich für schwere Dieselmotoren, in Nutzfahrzeugen oder auch in Offroad-Anwendungen zum Einsatz kommen. Innerhalb der dezentral aufgestellten Fertigung wird dabei von der Produktion von Kleinserien bis hin zu Großserien eine hohe Bandbreite abgedeckt. Beispielprodukte sind Kipphebel, Motorbremssysteme oder Ventiltriebe. In diesem Bereich hat die Gesellschaft einen neuen renommierten LKW-Kunden für den Zeitraum ab 2021 gewinnen können, womit eine deutlich breitere Aufstellung der Kundenbasis erreicht wird.

Darüber hinaus ist die MS Industrie AG auch als Lieferant (häufig „Single Source“) von Automotive-Komponenten tätig. Neben der Bearbeitung und der Montage von Alu-

Gehäusen (Nockenwellengehäuse, Getriebegehäuse, Fahrwerksteile) werden weitere Präzisions-Komponenten, wie etwa Ventilbrücken oder Achsen, bearbeitet und montiert.

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

MS Ultrasonic-Gruppe

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

Referenzkunden



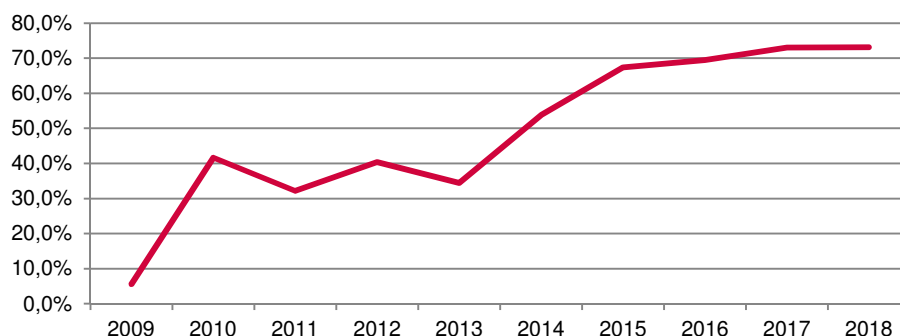
MARKT UND MARKTUMFELD

Mit der Veräußerung des Powertrain-Geschäftes in den USA wird eine Veränderung im Umsatzmix, im Rahmen dessen dem Ultraschall-Segment künftig eine höhere Bedeutung zukommen wird, erreicht. Damit konzentriert sich die Geschäftstätigkeit im Powertrain-Segment nun auf Europa, weswegen wir in der nachfolgenden Marktbetrachtung den Nutzfahrzeugmarkt in Europa sowie die Marktpotenziale des Ultraschallsegments untersuchen.

Powertrain Europa

Im Powertrain-Segment tritt der MS-Konzern als Lieferant von Automotive-Systemen für schwere Dieselmotoren auf, wodurch zu erkennen ist, dass die für die Gesellschaft relevante Marktvorgabe insbesondere die Neuzulassung schwerer Nutzfahrzeuge ist. Über die vergangenen Jahre hinweg wurde in der EU, analog zur insgesamt steigenden Konjunkturlage, die für eine steigende Transportleistung im Straßengüterverkehr sorgte, eine steigende Nachfrage nach LKW's verzeichnet. Zwischen 2010 und 2019 erhöhte sich die Anzahl der Neuzulassungen mit einem vergleichsweise dynamischen CAGR in Höhe von 6,6 % von 173.906 (2010) auf zuletzt 312.692 (2019). Neben der insgesamt steigenden Transportleistung hatte die zunehmend strengere Regulierung beim Emissionsschutz für zusätzlichen Investitionsdruck bei den Flottenbetreibern geführt.

Kumuliertes Wachstum der Nachfrage nach schweren LKW (> 16 Tonnen)



Quelle: ACEA; GBC AG

Langfristig betrachtet liegt demnach ein insgesamt intakter Wachstumstrend vor, kurzfristig ist jedoch insbesondere infolge der Covid-19-Pandemie von einem deutlichen Rückgang bei den Neuzulassungen auszugehen. Die niedrigere Investitionsbereitschaft im Zusammenspiel mit der Reduktion bei der Transportleistung haben bereits die ersten Spuren hinterlassen. In den ersten drei Monaten 2020 kam es in Europa gemäß ACEA (Europäischer Verband der Fahrzeugbauer) zu einem Neuzulassungs-Rückgang in Höhe von -26,9 % (Deutschland: -25,9 %), wobei hier nur anteilig Covid-19-Effekte enthalten sind. Viele Hersteller hatten seit Anfang/Mitte März die Produktion vollständig eingestellt, so dass diese Effekte hier nur teilweise enthalten sind. Daimler, als wichtiger Kunde des MS-Konzerns, hatte beispielsweise seit dem 18.03.20 für einen Zeitraum von vier Wochen die Motorenproduktion unterbrochen. Auch andere Kunden wie MAN und ZF hatten ähnliche Maßnahmen umgesetzt.

Wie hoch die Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf die Nachfrage nach MS-Produkten ausfallen werden, lässt sich derzeit nicht feststellen. Auch wenn kurzfristig eine rückläufige Nachfrage vorliegen wird, dürfte aber mittelfristig der Wachstumskurs fortgesetzt werden, zumal für die MS Industrie AG ab 2021 ein großer Neuauftrag vorliegt.

Ultraschallsegment

Im Ultraschallsegment bietet die MS Industrie AG sowohl Sonder- als auch Serienmaschinen an, die für das Schweißen, Siegeln, Schneiden, Trennschweißen und Stanzen verschiedener Materialien eingesetzt werden können. Konkrete Marktdaten zur von der Gesellschaft angebotenen Ultraschall-Technologie liegen jedoch nicht vor. Vor allem aufgrund der Tatsache, wonach die MS-Technologie in verschiedenen Branchen, wie der Automobilindustrie, Verpackungsindustrie, Textilindustrie und auch in der Medizintechnik zum Einsatz kommt, lassen sich keine homogenen Marktdaten ableiten.

Sondermaschinen

Im umsatzstärksten Bereich Ultraschall-Sondermaschinen werden in erster Linie Anwendungen für die Automotive-Industrie, hier insbesondere das Ultraschall-Schweißen von Instrumententafeln, Türverkleidungen, Heckspoiler etc. angeboten. Dabei profitiert die Gesellschaft vom zunehmenden Einsatz von Kunststoffen in der Automobilindustrie, die vor dem Hintergrund erforderlicher Gewichteinsparungen immer mehr an Bedeutung gewinnen. Auch Innovationen, wie etwa die neuen Elektrofahrzeuge, sind hierfür ein wichtiger Markttreiber. So besteht der BMW i3 zu etwa 40 % aus Kunststoffen. In der aktuellen von der Covid-19-Pandemie geprägten Situation lassen sich jedoch Verschiebungen bei Face-Lifts oder beim Umbau/Straffung der Modellpaletten beobachten, was kurzfristig für den MS-Konzern zu nachlassenden Anfragen aus der PKW-Industrie geführt hat.

Serienmaschinen und Systeme

Die im Ultraschallsegment angebotene Technologie, speziell bei den von der Gesellschaft angebotenen Serienmaschinen lässt sich unter dem Oberbegriff Fügetechniken zusammenfassen. Dabei ist der Bereich Ultraschallschweißen zwar noch als eine Nischentechnologie innerhalb der Branche zu sehen, die jedoch überlegene Eigenschaften bei der Verbindung bestimmter Materialien aufweist. Sobald thermoplastische Materialien zusammengefügt werden sollen, wird beispielsweise die Ultraschalltechnologie bevorzugt, da diese einfacher, ökologischer und kostengünstiger eingesetzt werden kann. Insbesondere in der Verpackungsindustrie liegen dabei vielfältige Einsatzmöglichkeiten vor, vor allem vor dem Hintergrund, dass rund 44 % der Verpackungen aus Kunststoffen bestehen und damit, in bestimmten Temperaturbandbreiten, grundsätzlich für die Ultraschalltechnologie geeignet sind. Mit ihren Produkten ist die MS Industrie AG insgesamt Teil eines Verpackungsmarktes, welches in den vergangenen Jahren von dynamischen Wachstumsraten geprägt war. Während die gesamte Verpackungsindustrie zwischen 2000 und 2017 insgesamt um 23,8 % zugelegt hat, legte der Teilbereich der Kunststoffverpackungen im gleichen Zeitraum um 75,6 % deutlich dynamischer zu.

Eine Sonderkonjunktur könnte die Gesellschaft hier insbesondere aus einer verstärkten Nachfrage nach Schutzmasken und Schutzanzügen erfahren. Auch wenn hier die kurzfristige Nachfrage im Vordergrund steht, könnte hieraus durchaus ein mittelfristiger Trend einer höheren Nachfrage nach solchen Produkten entstehen.

Mittel bis langfristig sollte die Gesellschaft von der positiven Marktentwicklung profitieren, kurzfristig sind auch hier Covid-19 bedingte Belastungen zu erkennen. Verschobene Messen, als eine wichtige Vertriebsplattform sowie insgesamt eingeschränkte Vertriebsaktivitäten könnten das in diesem Bereich geplante Wachstum hemmen. Wie stark die Effekte sein werden, lassen sich derzeit nicht konkret abschätzen.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020e	GJ 2021e	GJ 2022e
Umsatzerlöse	282,75	226,40	161,88	190,00	203,30
Bestandsveränderungen	4,50	1,82	1,00	1,00	2,00
Sonstige betriebliche Erträge	4,15	26,41	4,50	4,50	4,50
Gesamtleistung	291,41	254,63	167,38	195,50	209,80
Materialaufwand	-155,08	-116,84	-84,18	-96,90	-103,68
Rohertrag	136,32	137,79	83,20	98,60	106,12
Personalaufwand	-71,08	-69,82	-48,20	-49,40	-50,83
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-42,46	-35,31	-27,25	-31,00	-34,00
EBITDA	22,78	32,67	7,75	18,20	21,29
Abschreibungen	-12,02	-14,20	-13,50	-13,40	-14,00
EBIT	10,76	18,47	-5,75	4,80	7,29
Finanzerträge	0,88	1,15	0,50	0,40	0,40
Finanzaufwendungen	-2,40	-2,65	-2,54	-2,50	-2,45
Ergebnis aus assoziierten Unternehmen	0,07	0,58	0,05	0,05	0,05
EBT	9,31	17,56	-7,74	2,75	5,29
Ertragssteuern	-2,16	-0,86	0,00	-0,69	-1,59
Konzernjahresergebnis	7,15	16,70	-7,74	2,06	3,70
Minderheiten	-0,04	0,02	0,00	0,00	0,00
Jahresüberschuss	7,11	16,72	-7,74	2,06	3,70
EBITDA	22,78	32,67	7,75	18,20	21,29
in % der Umsatzerlöse	8,1%	14,4%	4,8%	9,6%	10,5%
EBIT	10,76	18,47	-5,75	4,80	7,29
in % der Umsatzerlöse	3,8%	8,2%	-3,6%	2,5%	3,6%
Ergebnis je Aktie in €	0,24	0,56	-0,26	0,07	0,12
Dividende je Aktie in €	0,09	0,00	0,00	0,02	0,03

Geschäftsentwicklung 2019

GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019
Umsatzerlöse	250,62	282,75	226,40
EBITDA (EBITDA-Marge)	22,03 (8,8%)	22,78 (8,1%)	32,67 (14,4%)
EBIT (EBIT-Marge)	8,97 (3,6%)	10,76 (3,8%)	18,47 (8,2%)
Jahresüberschuss	7,02	7,11	16,72
EPS in €	0,23	0,24	0,56

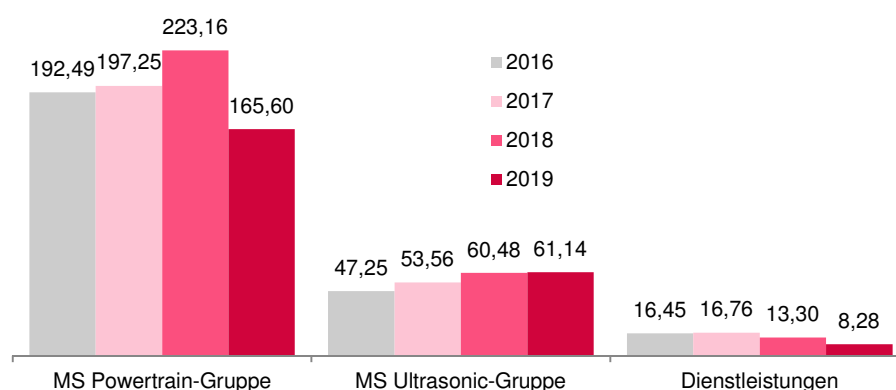
Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2019

Im April 2019 hat der MS-Konzern die Tochtergesellschaft MS Industrie Inc. (einschließlich weiterer drei Tochtergesellschaften), in der die Fertigung für den Daimler-Weltmotor für den NAFTA-Raum gebündelt war, zu einem Kaufpreis von rund 40 Mio. USD veräußert. Mit diesem Verkauf reduzieren sich die jährlichen Umsatzerlöse um ca. 80 Mio. €, was im abgelaufenen Geschäftsjahr 2019, aufgrund des seit April 2019 erfolgten Umsatzwegfalls, zu einem starken Umsatzrückgang auf 226,40 Mio. € (VJ: 282,75 Mio. €) geführt hatte. Gegenüber der ursprünglichen Unternehmens-Guidance, die Umsätze in Höhe von 230 Mio. € in Aussicht gestellt hatte, ist das abgelaufene Geschäftsjahr weitestgehend planmäßig verlaufen.

Der erfolgte Teilverkauf betraf dabei ausschließlich das Powertrain-Segment in den USA. Die Ultraschallaktivitäten in Nordamerika waren nicht Teil der Veräußerung und sollen künftig weiter ausgebaut werden. Transaktionsbedingt reduzierten sich demnach die Umsätze im Powertrain-Segment deutlich auf 165,60 Mio. € (VJ: 223,16 Mio. €), während diese im Ultraschall-Segment mit 61,14 Mio. € (VJ: 60,48 Mio. €) um 1,1 % über dem Vorjahreswert lagen:

Segmentbezogene Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Bereinigt um den Wegfall der US-Aktivitäten im **Powertrain-Segment** sah sich der MS-Konzern einer zunehmend schwierigeren Marktlage ausgesetzt. Die Neuzulassungszahlen bei Nutzfahrzeugen (> 16 Tonnen) lagen in Europa mit 312.692 Fahrzeugen in etwa exakt auf dem Niveau des Vorjahres, womit hieraus keine nennenswerten Wachstumsimpulse verzeichnet wurden. Während noch im ersten Halbjahr mit +16,2 % ein dynamisches Wachstum verzeichnet wurde, kam es im zweiten Halbjahr 2019 bei der Anzahl der Neuzulassungen zu einem deutlichen Einbruch von -17,0 %. Seit Juni 2019 müssen alle neu zugelassenen Fahrzeuge mit einem intelligenten Fahrtensschreiber ausgestattet sein, was gemäß ACEA zu Vorzieheffekten geführt hatte.

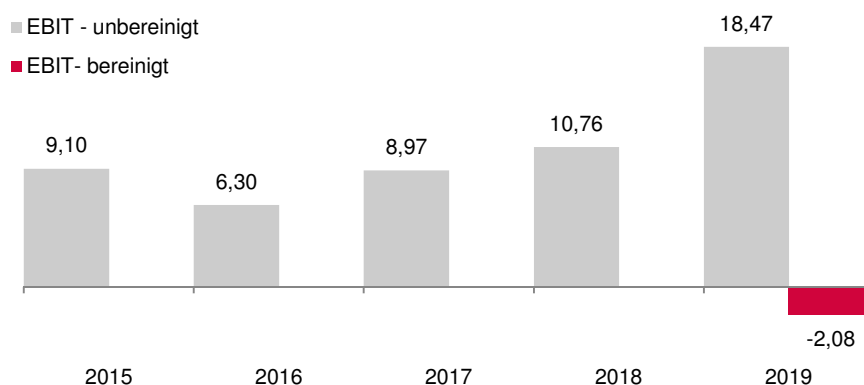
Dem MS-Konzern ist es jedoch gelungen, im Powertrain-Segment eine Reihe von neuen Aufträgen zu gewinnen. Hier steht besonders die Gewinnung eines neuen Kunden der VW-Gruppe, der mit wesentlichen Komponenten des Ventiltriebsystems einer neuen LKW-Motorenplattform beliefert werden soll. Hier wird mit einem sukzessiven Anstieg der Umsätze gerechnet, die sich bis 2026 in einer Spanne zwischen 25 – 30 Mio. € bewegen sollten.

Die Umsatzerlöse im **Ultraschall-Segment** lagen mit 61,14 Mio. € (VJ: 60,48 Mio. €) zwar leicht über Vorjahresniveau, jedoch etwas unterhalb unseren Erwartungen. Ursprünglich hatten wir hier Umsatzerlöse in Höhe von 65 Mio. € prognostiziert. Wir gehen davon aus, dass insbesondere beim Sondermaschinenbau fehlende Wachstumsimpulse vorlagen, bedingt durch eine zunehmende Unsicherheit bezüglich der Modellausrichtung der PKW-Hersteller.

Ergebnisentwicklung 2019

Aus der Veräußerung des Powertrain-Geschäftes in den USA wurde ein positives einmaliges Entkonsolidierungsergebnis in Höhe von 21,33 Mio. € (netto: 20,55 Mio. €) berücksichtigt. Unter Einbezug dieses Sondereffektes erzielte der MS-Konzern ein EBIT in Höhe von 18,47 Mio. € (VJ: 22,78 Mio. €), was einem neuen absoluten Rekordwert entspricht.

EBITDA (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Bereinigt um den positiven Effekt hätte die Gesellschaft jedoch ein negatives EBIT in Höhe von -2,08 Mio. € (VJ: 10,76 Mio. €) ausgewiesen. Der starke bereinigte EBIT-Rückgang ist in erster Linie auf den Wegfall der Umsätze des US-PTG-Geschäftes zurückzuführen. Wir unterstellen in den USA eine vergleichsweise hohe EBIT-Marge, so dass mit der erfolgten Veräußerung ein überdurchschnittlicher EBIT-Rückgang vorliegt.

Auf Kostenebene heruntergebrochen, wird beim Materialaufwand ein Rückgang der Materialaufwandsquote auf 51,6 % (VJ: 54,9 %) sichtbar. Die insgesamt aufgrund der rückläufigen Umsatzerlöse auf 116,84 Mio. € (VJ: 155,08 Mio. €) rückläufigen Materialkosten sind in erster Linie auf einen zugunsten des Ultraschall-Segments veränderten Produktmix und damit einer Abnahme der materialintensiven Produktgruppen zurückzuführen.

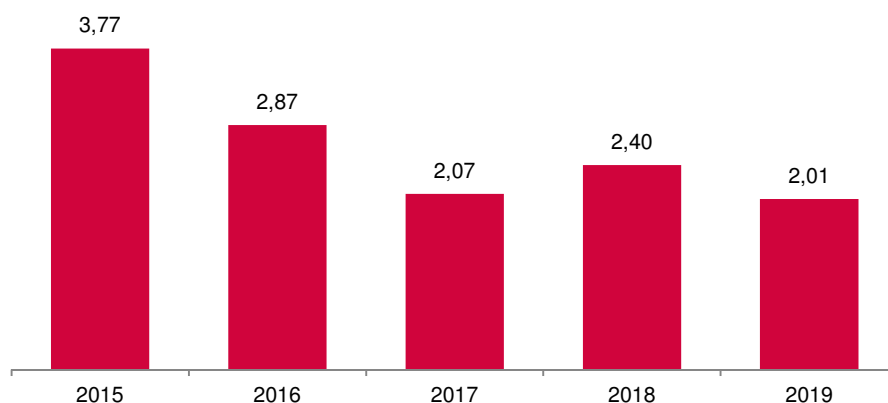
Der EBIT-Rückgang ist unserer Ansicht nach besonders der noch vergleichsweise konstanten Entwicklung beim Personalaufwand geschuldet. Im Zuge des Verkaufs der US-Tochtergesellschaft reduzierte sich die Mitarbeiteranzahl zwar auf 1.186 (VJ: 1.345), die

Personalkosten entwickelten sich mit 69,82 Mio. € (VJ: 71,08 Mio. €) jedoch nur leicht rückläufig.

Durch die erstmalige Bilanzierung von Leasinggegenständen nach IFRS 16 ergibt sich auf das EBIT ein ergebniserhöhender Effekt in Höhe von 0,57 Mio. € und hat infolge dessen eine nur geringe Auswirkung. Dieser setzt sich aus einer Reduktion der sonstigen betrieblichen Aufwendungen in Höhe von 3,95 Mio. €, dem jedoch ein Anstieg bei den Abschreibungen in Höhe von 3,38 Mio. € gegenübersteht, zusammen.

Die erstmalige IFRS 16-Anwendung hatte zudem zu einem Anstieg des Finanzaufwandes um 0,64 Mio. € auf -2,65 Mio. € (VJ: -2,40 Mio. €) geführt. Bereinigt um diesen Effekt hätte sich beim Finanzaufwand die rückläufige Tendenz der vergangenen Geschäftsjahre fortgesetzt. Mittlerweile ist der Großteil der Wachstumsinvestitionen an den meisten Standorten des MS-Konzerns abgeschlossen, so dass eine geringere Finanzierungsinsanspruchnahme notwendig ist. Darüber hinaus hat der MS-Konzern in den vergangenen Geschäftsjahren eine Reihe von Refinanzierungsmaßnahmen erfolgreich umgesetzt, wodurch deutliche Verbesserungen bei den Konditionen erreicht wurden.

Finanzaufwand bereinigt um IFRS 16 (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Unterm Strich erwirtschaftete die MS Industrie AG ein Nachsteuerergebnis in Höhe von 16,72 Mio. € (VJ: 7,11 Mio. €), welches aufgrund des Entkonsolidierungsergebnisses ein neuer Rekordwert ist. Bereinigt um den positiven Effekt hätte die Gesellschaft ein Nachsteuerergebnis in Höhe von -1,83 Mio. € erreicht. In unserer bisherigen Researchstudie (siehe Studie vom 28.11.2019) hatten wir ein Periodenergebnis in Höhe von -2,04 Mio. € prognostiziert und somit lag die von der MS Industrie AG erreichte Größenordnung im Rahmen unserer Erwartungen.

Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Eigenkapital (EK-Quote)	56,68 (37,1%)	65,31 (38,2%)	76,75 (37,1%)
Operatives Anlagevermögen	62,26	65,48	84,96
Net Working Capital	44,73	62,09	56,98
Finanzverschuldung*	66,52	75,78	74,63
IFRS 16 – Effekt (Aktiva/Passiva)	-	-	24,67
Cashflow (operativ)	5,85	1,13	6,05
Cashflow (Investition)	1,02	-12,37	6,03
Cashflow (Finanzierung)	-6,02	5,82	-9,35

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG; *ohne IFRS 16

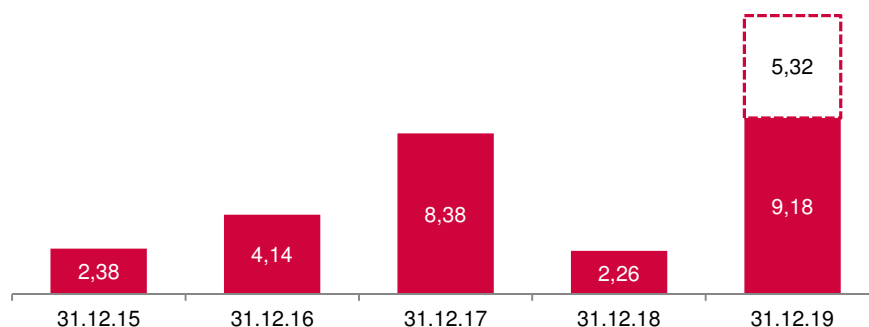
Das Bilanzbild der MS Industrie unterlag im abgelaufenen Geschäftsjahr 2019 unterschiedlichen Einflussfaktoren. Allen voran zu nennen ist die erstmalige Anwendung des IFRS 16-Standards, was insgesamt zu einer Bilanzverlängerung von 24,67 Mio. € geführt hatte. In jeweils dieser Höhe wurden auf der Aktivseite die Leasing-Nutzungsrechte als Sachanlagen und auf der Passivseite als Leasing-Verbindlichkeiten bilanziert.

Parallel dazu hatte die Veräußerung der US-amerikanischen PTG-Tochtergesellschaften einerseits zu einem Rückgang der Vermögenswerte, auf der anderen Seite, aufgrund der erfolgten ersten Kaufpreisrate, zu einem Anstieg der liquiden Mittel geführt. Zudem hatte der MS-Konzern aufgrund des hohen Entkonsolidierungsergebnisses einen hohen Periodenüberschuss erzielt, was sich auf das Eigenkapital entsprechend positiv ausgewirkt hatte. Dieses legte auf 76,75 Mio. € (31.12.18: 65,31 Mio. €) deutlich zu. Trotz des starken IFRS 16-bedingten Anstiegs der Bilanzsumme entwickelte sich damit die EK-Quote mit 37,1 % (31.12.18: 38,2 %) relativ konstant.

In der aktuellen von der Covid-19-Pandemie geprägten Situation liegt ein Augenmerk auf der Liquiditätsausstattung des Konzerns. Zum 31.12.2019 verfügte die Gesellschaft über einen umfangreichen Bestand an liquiden Mitteln von 9,18 Mio. € (31.12.2018: 2,26 Mio. €), welcher unserer Ansicht nach einen guten Sicherheitspuffer darstellt. Zumal der MS-Konzern in der Regel aus dem operativen Geschäft heraus positive Cashflows vorweist. In 2019 lag der operative Cashflow, unter anderem auch aufgrund einer Reduktion des Working Capitals, mit 6,05 Mio. € (VJ: 1,13 Mio. €) deutlich oberhalb der Vorjahreswerte. Wird der Investitionscashflow hinzugezogen, welcher die erste Kaufpreisrate aus der Veräußerung des Powertrain-Geschäftes in den USA enthält, liegt der freie Cashflow bei 12,08 Mio. € (VJ: -11,24 Mio. €). Dieser wurde in 2019 für die teilweise Rückführung von Bankverbindlichkeiten verwendet, was zu einem negativen Finanzierungs-Cashflow in Höhe von -9,35 Mio. € (VJ: 5,82 Mio. €) geführt hatte.

Liquide Mittel (in Mio. €)

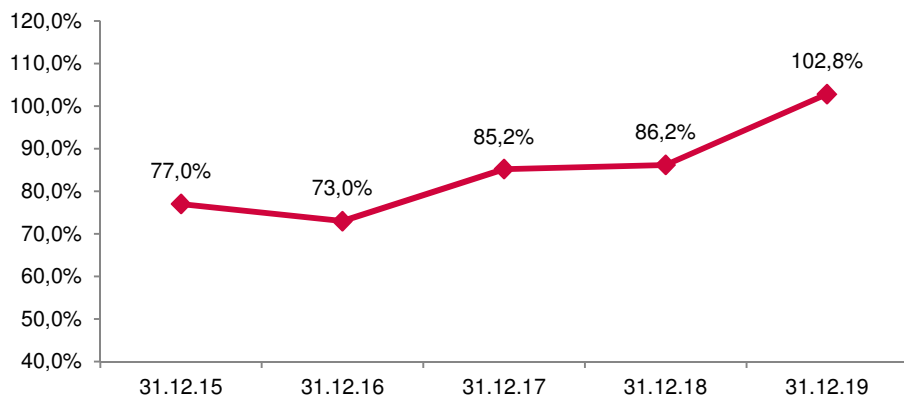
■ Gnutti-Kaufpreisrate nach Bilanzstichtag (2te Rate von insgesamt 4 Raten)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Zusätzlich zum aktuellen Finanzmittelbestand ist der im April 2020 zugeflossene Teilkaufpreis aus der Veräußerung des US-PTG-Geschäftes in Höhe von 5,32 Mio. € hinzuzurechnen, womit der ohnehin schon vorhandene gute Sicherheitspuffer sich nochmals verbessert. Für das laufende Geschäftsjahr stehen dabei im Vergleich zu den Vorjahren ohnehin deutlich geringere Investitionen an. Zudem dürfte der MS-Konzern gut in der Lage sein, falls notwendig, zusätzliches Fremdkapital aufzunehmen. Momentan übersteigt das Eigenkapital in Höhe von 76,75 Mio. € die Finanzverschuldung in Höhe von 74,63 Mio. €, was eine hohe Flexibilität hinsichtlich möglicher Finanzierungsfragen bietet.

Verhältnis Eigenkapital/Finanzverschuldung*



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG; *ohne IFRS 16

Geschäftsentwicklung Q1 2020

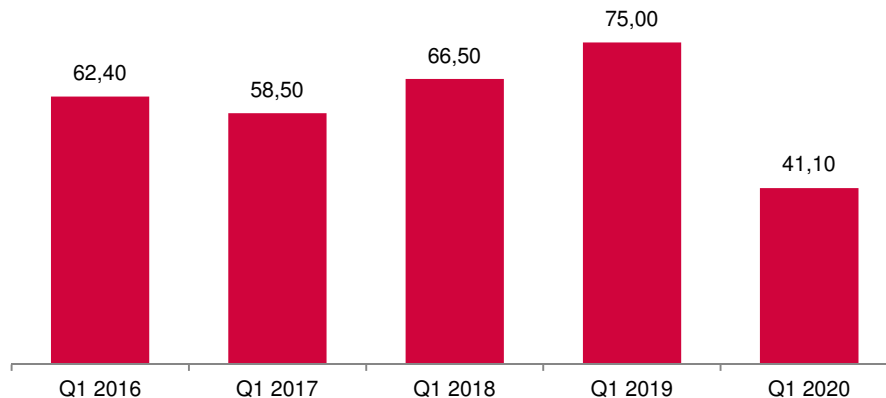
GuV (in Mio. €)	Q1 2018	Q1 2019	Q1 2020
Umsatzerlöse	66,5	75,0	41,1
EBITDA (EBITDA-Marge)	5,7 (8,6%)	6,8 (9,1%)	0,6 (1,5%)
EBIT (EBIT-Marge)	2,5 (3,8%)	2,8 (3,7%)	-2,7 (neg.)
EAT	1,6	1,5	-2,4

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Erwartungsgemäß hat der MS-Konzern im ersten Quartal 2020 einen deutlichen Umsatzrückgang um 33,9 Mio. € auf 41,1 Mio. € (VJ: 75,0 Mio. €) hinnehmen müssen. Ein Großteil des rückläufigen Geschäftes ist dabei auf den Wegfall der veräußerten US-Aktivitäten im Powertrain-Segment, die in der Vorjahresperiode noch Umsatzerlöse in Höhe von rund 23 Mio. € beigesteuert haben, zurückzuführen. Darüber hinaus haben sich insbesondere seit Mitte März die Covid-19-bedingten Produktionsrückgänge bei den wichtigsten Kunden bemerkbar gemacht. Bereinigt um den Veräußerungseffekt hatte dies zu einem Umsatzrückgang in Höhe von rund 21 % oder 10,9 Mio. € geführt.

Zwischen Mitte März und Mitte April kam es bei den beiden größten MS-Kunden zu Werkschließungen, was in diesem Zeitraum zu einer deutlichen Reduktion der Produktion bei den PTG-Standorten in Trossingen und Zittau geführt hatte. Das Ultraschall-Segment war zwar auch von der aktuellen Pandemie betroffen, mit einem Umsatzrückgang in Höhe von 6 % hielten sich die Auswirkungen im ersten Quartal 2020 jedoch noch in Grenzen.

Umsatzerlöse im ersten Quartal (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Auch wenn die Gesellschaft dieser Entwicklung mit einer teilweisen Kostenreduktion, wie sie im Personalbereich beispielsweise durch Kurzarbeit umgesetzt wurde, begegnet hatte, lag das EBIT aufgrund des Umsatzrückgangs mit -2,7 Mio. € (VJ: 2,8 Mio. €) im negativen Bereich. Erwartungsgemäß lag das Periodenergebnis damit mit -2,4 Mio. € (VJ: 1,5 Mio. €) ebenfalls deutlich unter dem Vorjahreswert.

PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020e	GJ 2021e	GJ 2022e
Umsatzerlöse	226,40	161,88	190,00	203,30
EBITDA (EBITDA-Marge)	32,67 (14,4%)	7,75 (4,8%)	18,20 (9,6%)	21,29 10,5%)
EBIT (EBIT-Marge)	18,47 (8,2%)	-5,75 (neg.)	4,80 (2,5%)	7,29 (3,6 %)
Jahresüberschuss	16,72	-7,74	2,06	3,70
EPS in €	0,56	-0,26	0,07	0,12

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Sowohl als Lieferant kompletter Automotive-Systeme für schwere Dieselmotoren in Nutzfahrzeugen (Powertrain) als auch im Ultraschallbereich, hier speziell bei den Sondermaschinen, weist der MS-Konzern ein hohes Exposure zum vergleichsweise zyklischen Automotive-Bereich auf. Dabei sind die mittel- bis langfristigen Aussichten als grundsätzlich positiv einzustufen. So profitiert beispielsweise die Nachfrage nach LKW von einer steigenden Transportleistung im Straßengüterverkehr. Zugleich sollte das tendenziell steigende Alter der LKW-Flotten, verbunden mit steigenden Sicherheitsanforderungen sowie umweltbedingten Vorgaben, für eine unverändert hohe Investitionsbereitschaft sorgen. Im Ultraschall-Segment sollte die MS Industrie AG von einer ab 2022/2023 zunehmenden Modellvielfalt im PKW-Segment sowie vom Umbau der Modellpalette auf neue Antriebe profitieren.

Kurzfristig stehen jedoch die Auswirkungen im Zusammenhang mit der Covid-19-Pandemie im Vordergrund. Bezeichnend stehen hierfür die von den Hauptkunden der Gesellschaft notwendig gewordenen Werkschließungen mit für die MS Industrie AG entsprechenden Produktionsunterbrechungen. So hatte Daimler Mitte März 2020 die Motoren-Produktion unterbrochen, gefolgt von weiteren wichtigen MS-Kunden wie MAN und ZF Friedrichshafen. Ab der zweiten Aprilhälfte 2020 wurde bei den wichtigen MS-Kunden zwar die Produktion wieder aufgenommen, diese liegt jedoch weiterhin deutlich unterhalb des Niveaus vor Beginn der Covid-19-Pandemie.

Die Powertrain-Fertigung an den Standorten Trossingen und Zittau wurde infolge dessen für einen vierwöchigen Zeitraum auf ein Minimalniveau heruntergefahren. Zwischenzeitlich befand sich über 90 % der Belegschaft an diesen beiden Standorten in Kurzarbeit. Im Ultraschall-Segment ist der Rückgang der Auslastung auf etwa 60 % vergleichsweise geringer ausgefallen. Lediglich der US-Standort im Ultraschallsegment Webberville wurde bis Ende April für einen Zeitraum von insgesamt sechs Wochen per Dekret vollständig geschlossen. Hier rechnet der MS-Vorstand aber mit Zuschüssen der US-Regierung. Dementsprechend dürfte den starken Umsatzrückgängen zumindest teilweise über einen Rückgang beim Personalaufwand begegnet werden. Darüber hinaus wurden die Stillstandzeiten für notwendige Schulungen, Instandhaltungen, Prozessoptimierungen etc. genutzt.

Die MS-Industrie AG hatte bislang, unter Berücksichtigung der erstmals ganzjährigen Auswirkung der weggefallenen Umsätze des PTG-Geschäftes in den USA, mit Umsatzerlösen in Höhe von rund 195 Mio. € gerechnet. Aufgrund der Covid-19-Pandemie wird nunmehr mit Umsatzerlösen in Höhe von rund 163 Mio. € gerechnet, womit der Vorstand von einem Covid-19-bedingten Umsatzrückgang in Höhe von 32 Mio. € ausgeht.

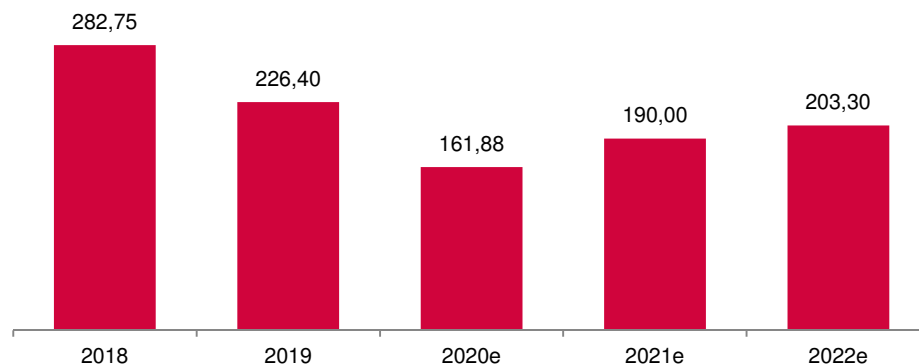
Im Powertrain-Segment soll aufgrund der bereits sichtbar gewordenen Umsatzausfälle ein Rückgang von rund 15 Mio. € zu Buche schlagen. Während im Bereich der Elektromotoren eine insgesamt zufriedenstellende Auftragslage vorliegt und daher hier keine großen Auswirkungen erwartet werden, liegen im Ultraschall-Bereich bereits spürbare Auswirkungen vor. Bei den Ultraschall-Sondermaschinen verzeichnet die Gesellschaft, insbesondere aufgrund der aktuellen Unsicherheit, eine insgesamt stark nachlassende

Nachfrage aus der PKW-Industrie. Bei den Serienmaschinen wurden wichtige Messen abgesagt und es liegen darüber hinaus starke Einschränkungen bei den Vertriebsaktivitäten vor.

Umsatzprognosen 2020 – 2022

Ausgehend von der Unternehmens-Guidance rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr mit einem deutlichen Umsatzrückgang von 226,40 Mio. € (2019) auf 161,88 Mio. €, welcher in erster Linie auf dem Covid-19-bedingten Produktionsausfall basiert. Die Auswirkungen aus der Veräußerung des US-amerikanischen PTG-Geschäftes, das noch im ersten Quartal 2019 dem MS-Konzernkreis gehörte, lassen sich auf rund 23 Mio. € beziffern. Die 2020er Umsatzprognose unterstellt dabei eine ab dem zweiten Halbjahr 2020 einsetzende Erholungsbewegung. Da diese derzeit schwer abzuschätzen ist, weisen unsere Prognosen eine hohe Unsicherheit auf. Auch unsere Umsatzschätzungen für die kommenden beiden Geschäftsjahre 2021 und 2022, in denen wir jeweils eine Rückkehr zum Umsatzwachstum unterstellen, basieren auf der Annahme einer nachhaltigen Konjunkturerholung, wie sie derzeit jedoch ebenfalls nicht abzuschätzen ist. Unsere mittelfristigen Umsatzprognosen enthalten zudem Umsatzerlöse mit einem neuen Kunden der VW-Gruppe (Belieferung mit Kipphebel und Achsen), welche bis zum Jahr 2026 insgesamt 25 – 30 Mio. € jährlich ausmachen sollten.

Umsatzprognosen (in Mio. €)



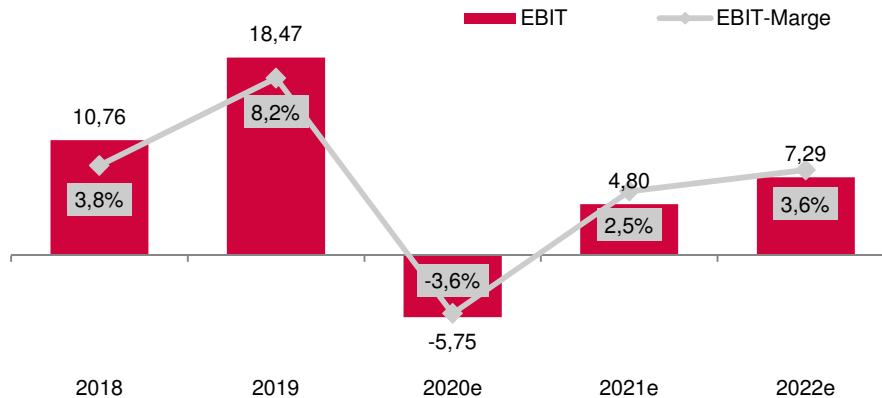
Quelle: GBC AG

Die Materialaufwendungen sind mit einer auf den Umsatz bezogenen Quote von über 50 % die mit Abstand größte Kostenposition der Gesellschaft. Da diese im Wesentlichen einen variablen Charakter haben, verfügt der MS-Konzern bei einem Umsatzrückgang über entsprechende Einsparpotenziale. So ist die Unternehmens-Guidance zu verstehen, wonach trotz des erwartet rückläufigen Umsatzniveaus eine konstante Entwicklung der Rohertragsmarge erwartet wird. Absolut gesehen wird der Rohertrag jedoch ebenfalls stark fallen. Auch bei den sonstigen Kostenpositionen, die vergleichsweise fix sind, sollten im laufenden Geschäftsjahr Einsparungen gehoben werden. Insbesondere beim Personalaufwand können durch die angelaufenen Maßnahmen wie Kurzarbeit, Flächenverdichtung und Steigerung der Flächeneffizienz sowie dem Abbau von Leiharbeitern eine sichtbare Reduktion erreicht werden. Darüber hinaus sollte mit der finalen Installation der im Vorjahr bestellten und im Mai 2020 angelieferten „Rundtakter“-Maschine eine spürbare Produktivitätssteigerung erreicht werden.

Nichtdestotrotz wird die MS-Gruppe im laufenden Geschäftsjahr ein deutlich negatives EBIT ausweisen. In 2021 könnten zwar Erholungstendenzen ersichtlich werden, das Rentabilitätsniveau wird unseren Erwartungen gemäß jedoch noch sichtbar unterhalb der Vorjahreswerte bleiben, welche jedoch noch das US-Powertrain-Geschäft enthielten.

Ab 2022 könnte die MS-Gruppe auch aufgrund eines Bedeutungsgewinns des margenstärkeren Ultraschall-Segments an die alten Margen-Niveaus anknüpfen.

Prognose EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

Uns ist bewusst, dass sowohl die Umsatz- als auch die Ergebnisprognosen derzeit von einer hohen Unsicherheit behaftet sind und in einer kommenden Researchstudie erhebliche Anpassungen notwendig sein könnten. Auch der MS-Vorstand schätzt seine aktuelle Prognose als nur eingeschränkt belastbar ein. In unserem DCF-Bewertungsmodell haben wir die deutlich erhöhte Unsicherheit durch eine Anhebung des Diskontierungsfaktors berücksichtigt. Aufgrund eines höheren Betas haben wir die Eigenkapitalkosten von 9,0 % auf 10,2 % angehoben, was einen Anstieg des WACC auf 9,4 % (bisher: 8,3 %) bedeutet.

Bewertung

Modellannahmen

Die MS Industrie AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2020 bis 2022 in Phase 1, erfolgt von 2023 bis 2027 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 4,3 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 10,4 % 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 Marktpremie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

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

Als angemessene Erwartung einer Marktpremie setzen wir die historische Marktpremie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktpremie 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 1,67 (bisher: 1,46).

Unter Verwendung der getroffenen Annahmen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten in Höhe von 10,19 % (bisher: 9,01 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90,0 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,40 % (bisher 8,34 %).

Bewertungsergebnis

Als Ergebnis des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 1,90 € (bisher: 3,60 €) ermittelt und nehmen damit eine deutliche Reduktion vor. Dies ist ein Resultat der erwarteten erheblichen Umsatzrückgänge des laufenden Geschäftsjahres sowie die auf der niedrigeren Umsatzbasis ebenfalls signifikant niedrigeren Umsätze und Ergebnisse der kommenden Geschäftsjahre. Zudem haben wir aufgrund der aktuellen Unsicherheit den Diskontierungsfaktor leicht angehoben.

DCF-Modell

MS Industrie AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	10,5%	ewige EBITA - Marge	6,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	23,3%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	28,7%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final
in Mio. EUR	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	Endwert
Umsatz (US)	161,88	190,00	203,30	213,47	224,14	235,35	247,11	259,47	
US Veränderung	-28,5%	17,4%	7,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,16	2,85	3,38	3,98	4,61	5,25	5,90	6,55	
EBITDA	7,75	18,20	21,29	22,36	23,47	24,65	25,88	27,17	
EBITDA-Marge	4,8%	9,6%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	
EBITA	-5,75	4,80	7,29	8,36	10,99	13,32	15,45	17,42	
EBITA-Marge	-3,6%	2,5%	3,6%	3,9%	4,9%	5,7%	6,3%	6,7%	6,7%
Steuern auf EBITA	0,00	-1,20	-2,19	-2,51	-3,30	-4,00	-4,63	-5,23	
zu EBITA	0,0%	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-5,75	3,60	5,10	5,85	7,69	9,33	10,81	12,20	
Kapitalrendite	-4,1%	2,7%	4,0%	4,8%	6,7%	8,3%	9,6%	10,8%	10,9%
Working Capital (WC)	58,90	60,00	62,00	61,26	64,33	67,54	70,92	74,47	
WC zu Umsatz	36,4%	31,6%	30,5%	28,7%	28,7%	28,7%	28,7%	28,7%	
Investitionen in WC	-1,92	-1,10	-2,00	0,74	-3,06	-3,22	-3,38	-3,55	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	75,00	66,60	60,10	53,60	48,61	44,79	41,86	39,61	
AFA auf OAV	-13,50	-13,40	-14,00	-14,00	-12,49	-11,32	-10,43	-9,75	
AFA zu OAV	18,0%	20,1%	23,3%	23,3%	23,3%	23,3%	23,3%	23,3%	
Investitionen in OAV	-3,54	-5,00	-7,50	-7,50	-7,50	-7,50	-7,50	-7,50	
Investiertes Kapital	133,90	126,60	122,10	114,86	112,94	112,33	112,78	114,07	
EBITDA	7,75	18,20	21,29	22,36	23,47	24,65	25,88	27,17	
Steuern auf EBITA	0,00	-1,20	-2,19	-2,51	-3,30	-4,00	-4,63	-5,23	
Investitionen gesamt	-0,15	-0,79	-5,96	-6,76	-10,56	-10,72	-10,88	-11,05	
Investitionen in OAV	-3,54	-5,00	-7,50	-7,50	-7,50	-7,50	-7,50	-7,50	
Investitionen in WC	-1,92	-1,10	-2,00	0,74	-3,06	-3,22	-3,38	-3,55	
Kaufpreiszahlungen	5,31	5,31	3,54	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Nicht liquiditätswirksame Effekte	-3,95	-3,95	-3,95	-3,95	-3,95	-3,95	-3,95	-3,95	
Freie Cashflows	7,60	12,26	9,19	9,13	5,66	5,98	6,42	6,95	137,32

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	114,29	112,78
Barwert expliziter FCFs	41,07	32,68
Barwert des Continuing Value	73,22	80,10
Nettoschulden (Net debt)	57,56	47,36
Wert des Eigenkapitals	56,73	65,42
Fremde Gewinnanteile	0,24	0,27
Wert des Aktienkapitals	56,97	65,69
Ausstehende Aktien in Mio.	29,90	29,90
Fairer Wert der Aktie in EUR	1,90	2,20

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,67
Eigenkapitalkosten	10,2%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	25,0%
WACC	9,4%

Kapitalrendite	WACC				
	8,8%	9,1%	9,4%	9,7%	10,0%
10,4%	2,07	1,91	1,77	1,64	1,51
10,7%	2,15	1,98	1,84	1,70	1,58
10,9%	2,23	2,06	1,90	1,76	1,64
11,2%	2,30	2,13	1,97	1,83	1,70
11,4%	2,38	2,20	2,04	1,89	1,76

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

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

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 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>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

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

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

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (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 analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (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 oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. 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 oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments 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 Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studienerstellung 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.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst
Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Jörg Grunwald, Vorstand

§ 3 Urheberrechte

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



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