



Researchstudie (Update)

MS Industrie AG



**Deutliches Umsatzwachstum in beiden Segmenten
Starkes Ergebniswachstum erreicht
Prognosen bestätigt**

Kursziel: 2,45 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 14

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 2,45 EUR
(bisher: 2,50 EUR)

Aktueller Kurs: 1,40
09.09.22 / XETRA / 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005855183
WKN: 585518
Börsenkürzel: MSAG

Aktienanzahl³: 30,00
Marketcap³: 43,66
EnterpriseValue³: 108,04
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 52,0 %

Transparenzlevel:
General Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 15

Unternehmensprofil

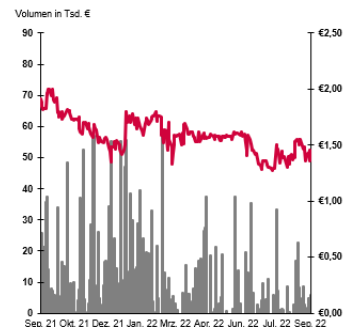
Branche: Industrie

Fokus: Motoren- und Antriebstechnik,
Ultraschalltechnik

Mitarbeiter: 768 (30.06.2022)

Gründung: 1991

Firmensitz: München



Die MS Industrie AG mit Sitz in München ist die börsennotierte Muttergesellschaft einer fokussierten Industrie-Gruppe mit den Geschäftsfeldern Antriebstechnik („Powertrain Technology Group“ oder „PTG“: Systeme und Komponenten für schwere Verbrennungsmotoren sowie Hybrid- und E-Antriebe) und Ultraschalltechnik („Ultrasonic Technology Group“ oder „UTG“: 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 sowie auf ergänzende Dienstleistungen.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2020	31.12.2021e	31.12.2022e	31.12.2023e
Umsatz	164,67	200,73	218,63	235,99
EBITDA	9,12	18,92	23,51	26,45
EBIT	-4,43	6,42	10,31	13,45
Jahresüberschuss	-3,99	3,22	5,57	7,84

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,13	0,11	0,19	0,26
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,65	0,53	0,49	0,45
EV/EBITDA	11,65	5,61	4,52	4,02
EV/EBIT	neg.	16,54	10,31	7,90
KGV	neg.	13,01	7,52	5,34
KBV	0,62			

Finanztermine

November 2022: Q3-Bericht 2022

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

30.05.2022: RS / 2,50 / KAUFEN

24.11.2021: RS / 2,70 / KAUFEN

09.09.2021: RS / 2,90 / KAUFEN

02.06.2021: RS / 2,90 / 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 dem dynamischen Anstieg der Umsatzerlöse in Höhe von 15,8 % auf 97,02 Mio. € (VJ: 83,82 Mio. €) hat die MS Industrie AG im ersten Halbjahr 2022 unsere Erwartungen erfüllt. Erwartungsgemäß war die Gesellschaft dabei in der Lage, die Corona-bedingte Umsatzlücke der Vorjahre vollständig zu schließen. Mit dem dynamischen Umsatzanstieg wurde, auf Basis des aktuellen Konsolidierungskreises, sogar das beste erste Halbjahr der Unternehmensgeschichte erreicht. Beide Geschäftsbereiche Powertrain und Ultrasonic haben hierzu gleichermaßen beigetragen.
- Im Powertrain-Segment legten die Umsätze, als Folge einer hohen Nachfrage des Großkunden Daimler Trucks sowie infolge des Serienanlaufs bei neuen Kunden (Traton, Liebherr), um 15,2 % auf 69,87 Mio. € (VJ: 60,68 Mio. €) deutlich zu. Der MS-Großkunde Daimler Trucks hatte im ersten Halbjahr 2022 die Absatzzahlen in der EU30-Region, trotz Störungen bei den Lieferketten, um 14,6 % deutlich steigern können, was sich auch positiv auf die Auftragslage der MS Industrie ausgewirkt hatte.
- Im Ultraschall-Segment kletterten die Umsätze ebenfalls deutlich um 17,7 % auf 27,31 Mio. € (VJ: 23,20 Mio. €). Nach Unternehmensangaben wurde dabei insbesondere bei den „Ultraschall-Serienmaschinen“ sowie bei den „Ultraschall Systemen und Komponenten“ jeweils deutliche Wachstumsraten erreicht, wohingegen im Sondermaschinen-Bereich noch eine verhaltene Auslieferungssituation vorherrschte. Hier machte sich die Lieferketten-Problematik bemerkbar. Mittlerweile verzeichnet die MS Industrie AG auch in diesem Teilsegment einen deutlichen Nachfrageanstieg, da die Modellpaletten bei den OEM's wieder ausgebaut werden.
- Sowohl auf EBITDA als auch auf EBIT-Basis liegt eine im Vergleich zum Umsatzanstieg deutlich überproportionale Steigerung vor und es wurden, auf Basis des aktuellen Konzernkreises, jeweils neue Rekordwerte erreicht. Infolge der umgesetzten Restrukturierungen, der allgemein hohen Kostendisziplin sowie aufgrund von Skaleneffekten erhöhte sich das EBITDA auf 10,03 Mio. € (VJ: 6,04 Mio. €) und das EBIT auf 4,22 Mio. € (VJ: -1,04 Mio. €).
- Mit Veröffentlichung der Halbjahreszahlen 2022 hat die MS Industrie AG die im Rahmen des Geschäftsberichtes 2021 publizierten Prognosen bestätigt. Dabei wird unverändert mit einem industriellen Konzernumsatz in Höhe von rund 200 Mio. € gerechnet, begleitet von einem deutlichen Anstieg des operativen Ergebnisses sowie des Nachsteuerergebnisses. Wir behalten unsere bisherigen Umsatzprognosen bei, heben jedoch, da die Ergebnisentwicklung über unseren Erwartungen lag, die Ergebnisprognosen für das laufende Geschäftsjahr 2022 an. Nunmehr rechnen wir mit einem EBIT in Höhe von 6,42 Mio. € (GBC-Prognose alt: 4,19 Mio. €) und einem Nachsteuerergebnis in Höhe von 3,22 Mio. € (GBC-Prognose alt: 1,43 Mio. €).
- Gemäß aktueller Meldung plant die MS Industrie AG die Emission einer Unternehmensanleihe mit einem Volumen von bis zu 20 Mio. € und einem Kupon in Höhe von 6,25 %. Die im Wege eines Private Placements eingeworbenen Anleihemittel sollen zur weiteren Finanzierung des organischen Wachstums und zu einer Verbreiterung und längerfristigen Ausrichtung der Refinanzierungsbasis verwendet werden. Neben den operativen Cashflows kann die Tilgung am Ende der Anleihelaufzeit auch durch den Verkauf nicht betriebsnotwendiger Immobilien (bspw. in den USA) erfolgen. Die Verbreiterung der Finanzierungsbasis ist unseres Erachtens, insbesondere da in den kommenden Geschäftsjahren mit einem deutlichen rückläufigen Investitionsvolumen zu rechnen ist, nachvollziehbar.

- Im Rahmen des angepassten DCF-Bewertungsmodells haben wir mit 2,45 € (bisher: 2,50 €) ein nahezu unverändertes Kursziel ermittelt. Kurszielerhöhend haben sich die Erhöhung der Ergebnisprognosen für das laufende Geschäftsjahr 2022 sowie der Roll-Over-Effekt (neue Kurszielbasis 31.12.2023) ausgewirkt. Die positiven Bewertungseffekte wurden jedoch vollständig von der Anhebung des Diskontierungsfaktors auf 9,62 % (bisher: 8,86 %) aufgezehrt. Dies ist ein Resultat der marktbedingten Anpassung des risikolosen Zinssatzes auf 1,25 % (bisher: 0,40 %). Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

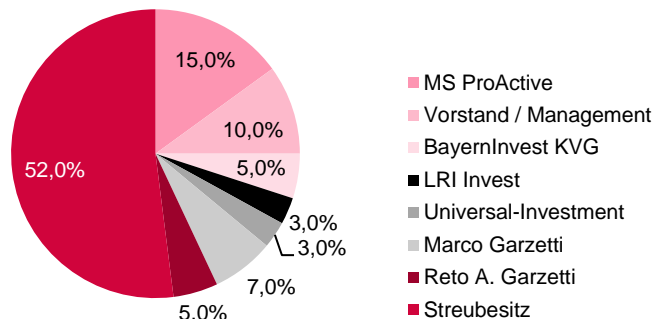
Executive Summary	2
Unternehmen	5
Aktionärsstruktur	5
Konsolidierungskreis	5
Referenzkunden	5
Geschäftsentwicklung 1.HJ 2022	6
Umsatzentwicklung 1.HJ 2022	6
Ergebnisentwicklung 1.HJ 2022	7
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2022	8
Prognosen und Bewertung	9
Bewertung	12
Modellannahmen	12
Bestimmung der Kapitalkosten	12
Bewertungsergebnis	12
DCF-Modell	13
Anhang	14

UNTERNEHMEN

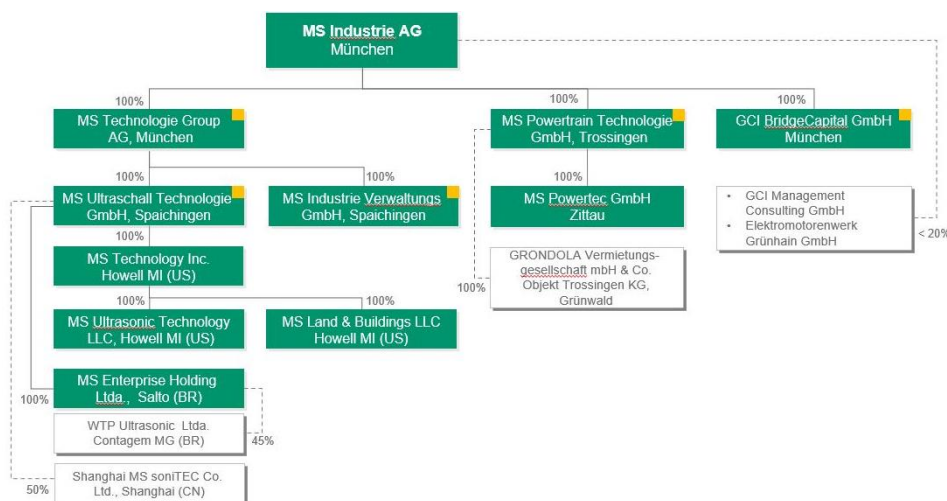
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
MS ProActive	15%
Vorstand / Management	10%
BayernInvest KVG	5%
Universal-Investment	3%
LRI Invest	3%
Marco Garzetti	7%
Reto A. Garzetti	5%
Streubesitz	52%

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Stand: Dezember 2021 ■ = mit Ergebnisabführungsvertrag zur jeweiligen Muttergesellschaft = nicht (voll)konsolidiert

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Referenzkunden



GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2022

in Mio. €	1.HJ 2019	1.HJ 2020	1.HJ 2021	1.HJ 2022
Umsatzerlöse	124,42	73,06	83,82	97,02
EBITDA (Marge)	30,45 (24,5%)	-2,79 (neg.)	6,04 (7,2%)	10,03 (10,3%)
EBIT (Marge)	23,05 (18,5%)	-9,41 (neg.)	-1,04 (neg.)	4,22 (4,4%)
Periodenergebnis	20,09	-7,80	-0,95	2,54

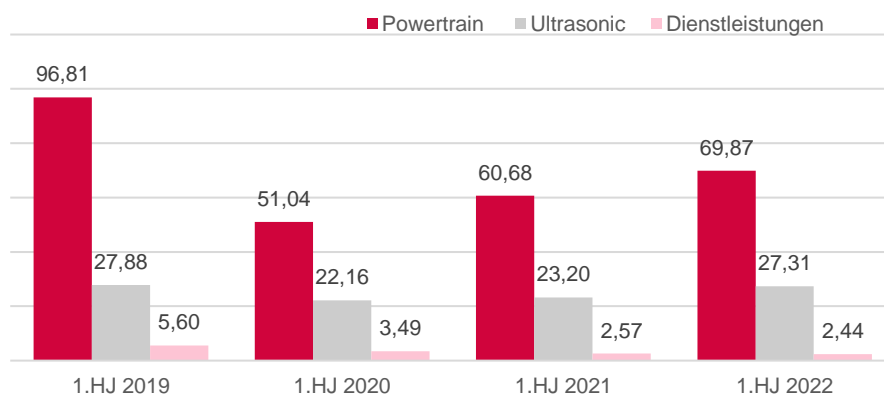
Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 1.HJ 2022

Mit einem dynamischen Umsatzanstieg in Höhe von 15,8 % auf 97,02 Mio. € (VJ: 83,82 Mio. €) war die Geschäftsentwicklung der ersten sechs Monate 2022 der MS Industrie AG weiterhin von Erholungstendenzen geprägt. Besonders beim Vergleich zu den Halbjahresumsätzen der vergangenen beiden Geschäftsjahre zeigt sich, dass die Gesellschaft in der Lage gewesen ist, die Corona-bedingte Umsatzlücke vollständig zu schließen. Im höheren Umsatzniveau des Geschäftsjahres 2019 waren Umsatzerlöse des zwischenzeitlich veräußerten Powertrain-Geschäftes in den USA (22,9 Mio. €) sowie der im Geschäftsjahr 2020 veräußerten Tochtergesellschaft Elektromotorenwerk Grünhain (ca. 9 Mio. €) enthalten. Bereinigt um den Wegfall von Umsätzen veräußerter Gesellschaften handelt es sich bei den zurückliegenden sechs Monaten um das umsatzstärkste Halbjahr der Unternehmens-Geschichte.

Dabei trotzte die Gesellschaft den aktuellen Herausforderungen, wie hohe Kostensteigerungen bei Energie und Rohstoffen, Lieferkettenprobleme sowie ein hoher pandemiebedingter Krankenstand. Im Bereich Powertrain profitierte die Gesellschaft von einem Anstieg der Kundenabrufe und hatte im Zuge des Serienanlaufs des Traton-Auftrages erste Umsätze erwirtschaftet. Die Umsätze im Powertrain-Bereich legten um 15,2 % auf 69,87 Mio. € (VJ: 60,68 Mio. €) deutlich zu. Mit Blick auf die Zulassungszahlungen schwerer Nutzfahrzeuge (über 16 Tonnen), die gemäß ACEA-Daten in der EU im ersten Halbjahr um 4,6 % zugelegt haben, weist die MS Industrie AG ein deutlich stärkeres Wachstum auf. Demgegenüber hatte der MS-Großkunde Daimler Trucks die Absatzzahlen in der EU30-Region um 14,6 %, trotz Störungen bei den Lieferketten, deutlich steigern können.

Segmentbezogene Umsatzentwicklung im ersten Halbjahr (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

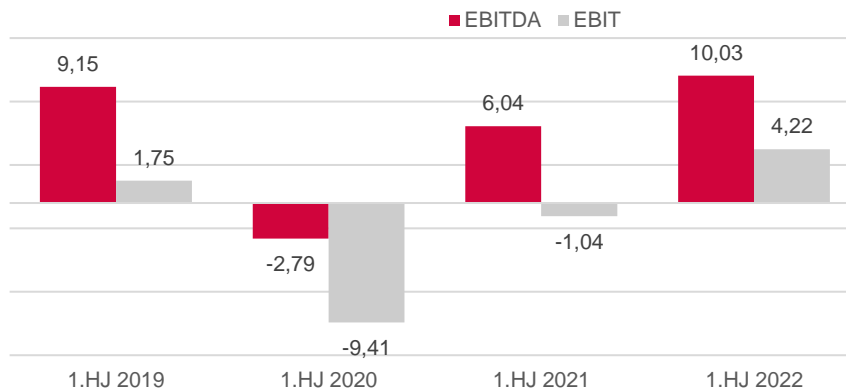
Die dynamische Umsatzentwicklung wurde auch vom Ultraschall-Segment getragen. Hier verzeichnete die Gesellschaft, ausgehend von einem niedrigeren Umsatzniveau, mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 17,7 % auf 27,31 Mio. € (VJ: 23,20 Mio. €) eine höhere Dynamik. Nach Unternehmensangaben wurden dabei insbesondere bei den „Ultraschall-Serienmaschinen“ sowie bei den „Ultraschall Systemen und Komponenten“ je

weils deutliche Wachstumsraten erreicht. Hier profitierte die Gesellschaft von der technologischen Marktführerschaft sowie von einer erhöhten Nachfrage von Ultraschallsystemen zum Schweißen recyclebarer Produkten. Demgegenüber war der Bereich Ultraschall-Sondermaschinen aufgrund der Lieferketten-Problematik von verzögerten Auslieferungen geprägt. Nach Unternehmensangaben lassen sich hier jedoch deutliche Erholungstendenzen der Nachfrage sowohl seitens der OEM- und der First Tier-Kunden erkennen.

Ergebnisentwicklung 1.HJ 2022

Die deutliche Umsatzsteigerung der ersten sechs Monate wurde sowohl auf EBITDA- als auch auf EBIT-Basis von einem jeweils starken Anstieg begleitet. Mit einem EBITDA in Höhe von 10,03 Mio. € (VJ: 6,04 Mio. €) und einem EBIT in Höhe von 4,22 Mio. € (VJ: -1,04 Mio. €) wurden, auf Basis des aktuellen Konzernkreises, jeweils neue Rekordwerte erreicht:

EBITDA und EBIT (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Der deutliche Ergebnisanstieg ist sowohl den höheren Umsatzerlösen als auch den in den beiden Vorjahren im Powertrain-Segment umgesetzten Restrukturierungsmaßnahmen zu verdanken. Im Rahmen der Einsparmaßnahmen wurde einerseits der Standort Zittau geschlossen sowie andererseits die Automatisierung am Standort Trossingen-Schura (Einsatz Rundtakter-Maschinen, höhere Auslastung der Produktionshalle, neues Logistikkonzept) erhöht.

Innerhalb der operativen Kostenstruktur gab es zum Vorjahresvergleich leichte Veränderungen. Insbesondere mit Blick auf den Personalaufwand weist die MS Industrie AG mit 28,4 % (VJ: 30,2 %) aufgrund der deutlichen Umsatzsteigerung eine vergleichsweise niedrige Personalaufwandsquote auf. Mit dem im Vergleich zum Umsatzanstieg niedrigeren Personalaufwand sowie den nur leicht angestiegenen sonstigen betrieblichen Aufwendungen wurden der überproportionale Anstieg des Materialaufwandes kompensiert. Im 21,2 %igen Anstieg der Materialkosten auf 52,01 Mio. € (VJ: 42,91 Mio. €) finden sich insbesondere die marktbedingten Preissteigerungen bei den Vorprodukten wieder.

Ausgehend vom starken Anstieg des operativen Ergebnisses wurde mit einem Nachsteuerergebnis in Höhe von 2,54 Mio. € (VJ: -0,95 Mio. €) erstmals seit zwei Jahren wieder der Break-Even übertroffen. Auf Ergebnisebene liegen damit die Halbjahreszahlen deutlich über unseren Erwartungen.

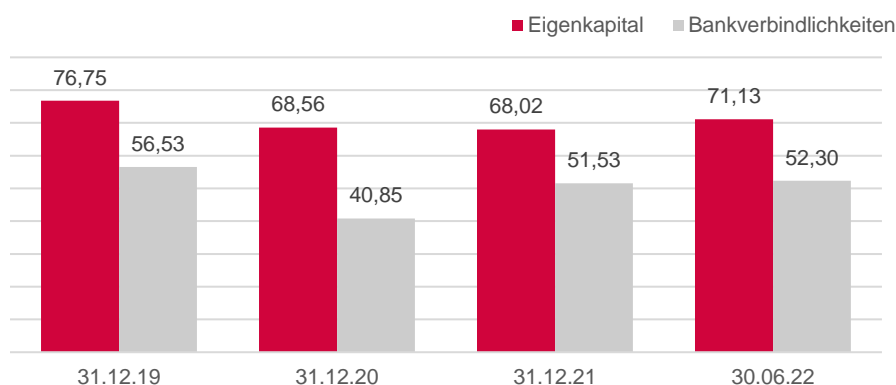
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2022

in Mio. €	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Eigenkapital (EK-Quote)	76,75 (37,1%)	68,56 (40,0%)	68,02 (37,0%)	71,13 (35,0%)
Operatives Anlagevermögen	84,96	75,46	82,06	86,71
Net Working Capital	56,98	37,14	44,23	51,43
Finanzverschuldung	99,31	73,86	82,72	87,17
Liquide Mittel	9,18	4,46	6,48	6,34
Cashflow (operativ)	6,05	18,23	-3,29	-0,47
Cashflow (Investition)	6,03	-0,61	1,43	0,98
Cashflow (Finanzierung)	-9,35	-16,49	-16,80	-4,15

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Gegenüber der Bilanz zum Geschäftsjahresende 2021 liegen per 30.06.2022 nur geringfügige Veränderungen vor. Das Eigenkapital legte dabei, infolge des positiven Nachsteuerergebnisses sowie erfolgsneutraler Währungsgewinne, auf 71,13 Mio. € (31.12.21: 68,02 Mio. €) zu, die EK-Quote minderte sich hingegen aufgrund einer Bilanzverlängerung auf 35,0 % (31.12.21: 37,0 %). Unseres Erachtens liegt damit weiterhin ein guter Risikopuffer vor. In erster Linie hängt die Bilanzsummenverlängerung mit dem Ausbau des Working Capitals zusammen. Dieser hängt speziell mit einem Anstieg der Vorräte, der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie der Vertragsvermögenswerte zusammen und hat einen stichtagsbezogenen Charakter.

Eigenkapital und Bankverbindlichkeiten (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Trotz der positiven Ergebnissituation hatte der Anstieg des Working Capitals zu einem negativen operativen Cashflow in Höhe von -0,46 Mio. € (VJ: -7,26 Mio. €) geführt. Bereinigt um Working Capital-Effekte hätte die Gesellschaft einen operativen Cashflow in Höhe von 9,06 Mio. € (VJ: 6,46 Mio. €) ausgewiesen. Mit der Vereinnahmung der vierten und letzten Kaufpreiskrate aus dem Verkauf des Powertrain-Geschäftes in den USA in Höhe von 3,59 Mio. € wurden die im ersten Halbjahr 2022 getätigten Investitionen abgedeckt, so dass die Gesellschaft in der Lage war, einen positiven Investitions-Cashflow in Höhe von 0,98 Mio. € auszuweisen. Unter weiterer Berücksichtigung des Finanzierungscashflows in Höhe von -4,15 Mio. € (VJ: -11,26 Mio. €) reduzierte sich der Finanzmittelfonds (liquide Mittel abzügl. Kontokorrentverbindlichkeiten) auf -22,40 Mio. € (31.12.21: -18,76 Mio. €).

PROGNOSEN UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2021	GJ 2022e (alt)	GJ 2022e (neu)	GJ 2023e	GJ 2024e
Umsatzerlöse	164,67	200,73	200,73	218,63	235,99
EBITDA (EBITDA-Marge)	9,12 (5,5%)	16,69 (8,3%)	18,92 (9,4%)	23,51 (10,8%)	26,45 (11,2%)
EBIT (EBIT-Marge)	-4,43 (-2,7%)	4,19 (2,1%)	6,42 (3,2%)	10,31 (4,7%)	13,45 (5,7%)
Jahresüberschuss	-4,00	1,43	3,22	5,57	7,84
EPS in €	-0,13	0,05	0,11	0,19	0,26

Quelle: MS Industrie AG, GBC AG

Mit Veröffentlichung der Halbjahreszahlen 2022 hat die MS Industrie AG die im Rahmen des Geschäftsberichtes 2021 publizierten Prognosen bestätigt. Dabei wird unverändert mit einem industriellen Konzernumsatz in Höhe von rund 200 Mio. € gerechnet, begleitet von einem deutlichen Anstieg des operativen Ergebnisses sowie des Nachsteuerergebnisses. Bei den Ergebnisprognosen liegt keine quantitative Guidance vor.

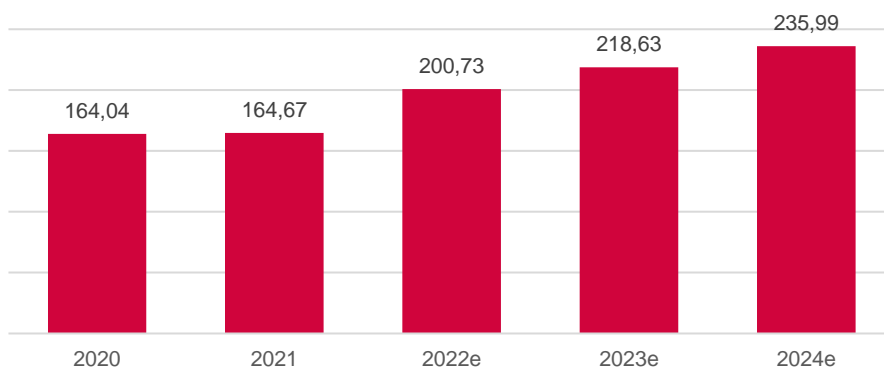
Nach Unternehmensangaben soll im Segment **Powertrain**, absolut gesehen, der größte Umsatzzanstieg auf rund 130 Mio. € erreicht werden, nachdem im Geschäftsjahr 2021 hier noch Umsatzerlöse in Höhe von 114,69 Mio. € erwirtschaftet wurden. Einerseits dürfte hier die Gesellschaft von einer erhöhten Nachfrage seitens des weiterhin größten Kunden Daimler-Trucks profitieren. Im Rahmen der Präsentation der Q2-Zahlen hat Daimler Trucks seine Prognose für Europa bestätigt, die von einem Anstieg der Absatzzahlen auf 155 bis 175 Tausend ausgeht, was einem Anstieg von 9,7 % bis 23,9 % gleichkommen würde. Zusätzlich zu den hieraus erwarteten positiven Effekten sollte die MS Industrie AG auch eine Steigerung der Umsatzerlöse aus dem Produktionshochlauf der neuen Aufträge (Scania, Liebherr) erzielen und damit die Abhängigkeit zu Daimler weiter reduzieren.

Für die kommenden Geschäftsjahre erwartet das MS Industrie-Management die Powertrain-Umsätze auf über 150 Mio. € p.a. steigern zu können. Alle Langfristverträge für diesen Bereich zusammengenommen, umfassen bis einschließlich 2027 ein Vertragsvolumen von insgesamt 845 Mio. €. Auf 5,5 Geschäftsjahre bezogen kommt dies einem Umsatzvolumen in Höhe von über 150 Mio. € gleich. Um dem erwarteten steigenden Umsatzvolumen gerecht zu werden hat die MS Industrie AG Anfang August 2022 die geplante Ausweitung der Produktionsfläche am Hauptstandort Trossingen/Schura bekannt gegeben. Die Produktionsfläche soll durch einen Anbau um 3.500 qm erweitert werden, welcher ab April 2023 zur Verfügung stehen soll.

Auch im **Ultraschall**-Segment soll gemäß MS Industrie-Management ein deutliches Umsatzwachstum auf rund 70 Mio. € (VJ: 50,31 Mio. €) erwirtschaftet werden. Nach einem noch schwächeren ersten Halbjahr 2022 sollte das Untersegment Ultraschall-Sondermaschinen von einer wieder anziehenden Auftragslage profitieren. Ausschlaggebend ist hier die wieder ansteigende PKW-Modellvielfalt sowie der zunehmende Einsatz der Fahrzeugleichtbauweise.

Bei den weiteren Ultraschall-Unterbereichen „Serienmaschinen“ sowie „Systeme und Komponenten“ sollte sich die positive Entwicklung des ersten Halbjahres fortsetzen. Mit dem Auslaufen der pandemiebedingten Einschränkungen, können hier beispielsweise die Vertriebsaktivitäten forciert werden. Zudem dürfte die Gesellschaft von Neuentwicklungen im Bereich des Schweißens recyclebarer Produkte profitieren. Auch im Bereich „Nonwovens“, für den im Vorjahr Vorlaufinvestitionen in das neue Kompetenzzentrum in Ettlingen erfolgt sind, ist mit den ersten Umsatzerlösen zu rechnen. Hier dürfte die Gesellschaft von den Erfahrungen mit Systemen für die Herstellung von Masken und Schutzanzügen, im Umfeld der Corona-Pandemie, profitieren.

Umsatzerlöse (in Mio. €)

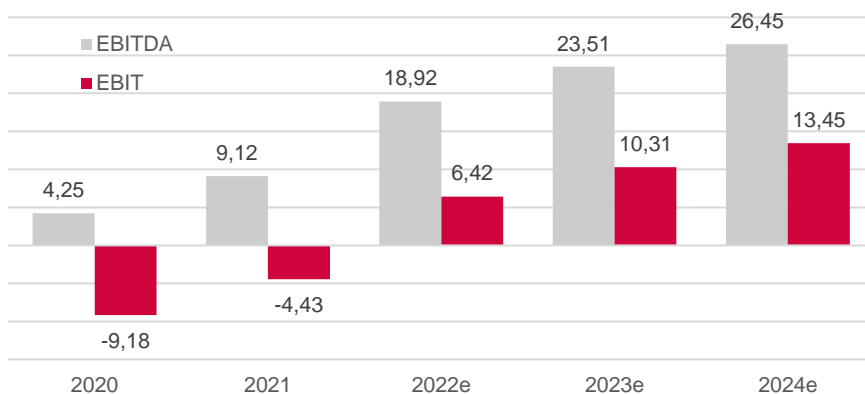


Quelle: GBC AG

Die im ersten Halbjahr 2022 erwirtschafteten Umsatzerlöse liegen im Rahmen unserer Erwartungen, weswegen wir unsere bisherigen Schätzungen unverändert lassen. Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir dabei mit Umsätzen in Höhe von 200,73 Mio. €. Neben der hohen Nachfrage im Powertrain-Segment, welches sowohl von erhöhten Stückzahlenabrufen durch den Kunden Daimler als auch vom Produktionsanlauf neuer Serienfertigungen geprägt ist, sollte die Gesellschaft im Ultraschall-Bereich von einer erhöhten Nachfrage bei Serienmaschinen und bei den Komponenten profitieren. Im kommenden Geschäftsjahr ist auf Basis einer aktuell deutlich positiveren Auftragslage mit sichtbaren Wachstumsimpulsen bei den Sondermaschinen zu rechnen.

Die Ergebnisentwicklung der ersten sechs Monate lag über unseren Erwartungen. Einerseits hatten hier die in den beiden Vorjahren umgesetzten Restrukturierungen zu einer allgemeinen Verbesserung der Rentabilität geführt. Darüber hinaus ist der deutliche Umsatzanstieg mit Skaleneffekten einhergegangen und die Gesellschaft war zudem in der Lage, erste Preissteigerungen an die Kunden weiterzugeben. Unsere bisherige EBIT-Prognose für das Gesamtjahr 2022 in Höhe von 4,19 Mio. € wurde mit einem Halbjahres-EBIT in Höhe von 4,22 Mio. € bereits nach sechs Monaten erreicht. Für das zweite Halbjahr gehen wir zwar von einem niedrigeren Ergebnisbeitrag aus, wir passen unsere Ergebnisprognosen für das laufende Geschäftsjahr 2022 dennoch deutlich an. Nunmehr rechnen wir mit einem EBIT in Höhe von 6,42 Mio. € und einem Nachsteuerergebnis in Höhe von 3,22 Mio. € (GBC-Prognose alt: 1,43 Mio. €). Dabei handelt es sich um eine konservative Annahme, die auch die derzeit vorherrschenden Unsicherheiten berücksichtigt.

Prognose EBITDA und EBIT (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Gemäß aktueller Meldung plant die MS Industrie AG die Emission einer Unternehmensanleihe mit einem Volumen von bis zu 20 Mio. € und einem Kupon in Höhe von 6,25 %. Die im Wege eines Private Placements eingeworbenen Anleihemittel sollen zur weiteren Finanzierung des organischen Wachstums und zu einer Verbreiterung und längerfristigen Ausrichtung der Refinanzierungsbasis verwendet werden. Neben den operativen Cashflows kann die Tilgung am Ende der Anleihe-laufzeit auch durch den Verkauf nicht betriebsnotwendiger Immobilien (bspw. in den USA) erfolgen. Die Verbreiterung der Finanzierungsbasis ist unseres Erachtens, insbesondere da in den kommenden Geschäftsjahren mit einem deutlichen rückläufigen Investitionsvolumen zu rechnen ist, nachvollziehbar.

Bewertung

Modellannahmen

Die MS Industrie AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2022 bis 2024 in Phase 1, erfolgt von 2025 bis 2029 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 11,2 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

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

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 1,25 % (bisher 0,40 %).**

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 1,67 (bisher: 1,67).

Unter Verwendung der getroffenen Annahmen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten in Höhe von 10,44 % (bisher: 9,59 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikolosen Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90,0 % unterstellen, ergeben sich gewichtete Kapitalkosten (WACC) von 9,62 % (bisher 8,86 %).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen des angepassten DCF-Bewertungsmodells haben wir mit 2,45 € (bisher: 2,50 €) ein nahezu unverändertes Kursziel ermittelt. Kurszielerhöhend haben sich die Erhöhung der Ergebnisprognosen für das laufende Geschäftsjahr 2022 sowie der Roll-Over-Effekt (neue Kurszielbasis 31.12.2023) ausgewirkt. Die positiven Bewertungseffekte wurden jedoch vollständig von der Anhebung des Diskontierungsfaktors auf 9,62 % (bisher: 8,86 %) aufgezehrt. Dies ist ein Resultat der marktbedingten Anpassung des risikolosen Zinssatzes auf 1,25 % (bisher: 0,40 %).

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	11,2%	ewige EBITA - Marge	7,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	14,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	22,8%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	200,73	218,63	235,99	243,07	250,36	257,87	265,61	273,58	
US Veränderung	21,9%	8,9%	7,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,17	2,33	2,54	2,71	2,90	3,10	3,30	3,50	
EBITDA	18,92	23,51	26,45	27,24	28,06	28,90	29,77	30,66	
EBITDA-Marge	9,4%	10,8%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	
EBITA	6,42	10,31	13,45	14,24	15,48	16,82	18,12	19,38	
EBITA-Marge	3,2%	4,7%	5,7%	5,9%	6,2%	6,5%	6,8%	7,1%	7,2%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-1,28	-3,09	-4,03	-4,27	-4,64	-5,05	-5,44	-5,82	30,0%
EBI (NOPLAT)	5,14	7,21	9,41	9,97	10,84	11,78	12,68	13,57	
Kapitalrendite	4,1%	5,2%	6,5%	6,7%	7,5%	8,2%	8,9%	9,6%	10,0%
Working Capital (WC)	46,20	52,00	55,00	55,42	57,08	58,80	60,56	62,38	
WC zu Umsatz	23,0%	23,8%	23,3%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	
Investitionen in WC	-1,97	-5,80	-3,00	-0,42	-1,66	-1,71	-1,76	-1,82	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	92,56	93,86	92,86	89,86	86,28	83,20	80,55	78,27	
AFA auf OAV	-12,50	-13,20	-13,00	-13,00	-12,58	-12,08	-11,65	-11,28	
AFA zu OAV	13,5%	14,1%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	
Investitionen in OAV	-23,00	-14,50	-12,00	-10,00	-9,00	-9,00	-9,00	-9,00	
Investiertes Kapital	138,76	145,86	147,86	145,28	143,36	141,99	141,11	140,65	
EBITDA	18,92	23,51	26,45	27,24	28,06	28,90	29,77	30,66	
Steuern auf EBITA	-1,28	-3,09	-4,03	-4,27	-4,64	-5,05	-5,44	-5,82	
Investitionen gesamt	-21,21	-20,15	-14,85	-10,27	-10,66	-10,71	-10,76	-10,82	
Investitionen in OAV	-23,00	-14,50	-12,00	-10,00	-9,00	-9,00	-9,00	-9,00	
Investitionen in WC	-1,97	-5,80	-3,00	-0,42	-1,66	-1,71	-1,76	-1,82	
Kaufpreiszahlungen	3,76	0,15	0,15	0,15	0,00	0,00	0,00	0,00	
Nicht liquiditätswirksame Effekte	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-3,57	0,27	7,57	12,70	12,75	13,14	13,57	14,03	146,81

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	125,68	137,50
Barwert expliziter FCFs	48,51	52,91
Barwert des Continuing Value	77,17	84,59
Nettoschulden (Net debt)	62,09	64,17
Wert des Eigenkapitals	63,59	73,33
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	63,59	73,33
Ausstehende Aktien in Mio.	29,90	29,90
Fairer Wert der Aktie in EUR	2,13	2,45

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,67
Eigenkapitalkosten	10,4%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	25,0%
WACC	9,6%

Kapitalrendite	WACC				
	9,0%	9,3%	9,6%	9,9%	10,2%
9,5%	2,60	2,43	2,27	2,13	2,00
9,7%	2,70	2,52	2,36	2,22	2,08
10,0%	2,80	2,62	2,45	2,30	2,16
10,2%	2,90	2,71	2,54	2,38	2,24
10,5%	3,00	2,81	2,63	2,47	2,32

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 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.)

(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
Marcel Goldmann, M.Sc., 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