



Researchstudie (Anno)

MS Industrie AG



**Ultraschall-Segment soll mehrheitlich veräußert werden
Erhebliche Verbesserung des Net Debt erwartet
Umsatz- und Ergebnisprognosen der MS XTEC an aktuelle
Marktlage angepasst**

Kursziel: 2,75 €

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“

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 11.06.2024 (09:45 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe der Studie: 11.06.2024 (11:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2024

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

Rating: KAUFEN
Kursziel 2,75 EUR
(bisher: 3,40 EUR)

Aktueller Kurs: 1,75
06.06.24 / XETRA / 09:26 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005855183
WKN: 585518
Börsenkürzel: MSAG

Aktienanzahl³: 30,00
Marketcap³: 52,90
EnterpriseValue³: 120,93
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 40 %

Transparenzlevel:
Freiverkehr

Marktsegment:
m:access

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

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

Mitarbeiter: 787 (31.03.2024)

Gründung: 1991

Firmensitz: München

Vorstand: Dr. Andreas Aufschnaiter, Armin Distel



Die MS Industrie AG mit Sitz in München ist die gelistete Muttergesellschaft einer fokussierten Technologiegruppe mit den beiden Geschäftsfeldern der Antriebstechnik („MS XTEC“: Systeme und Komponenten für schwere Verbrennungsmotoren sowie hybride und elektrische Antriebsformen) und der Ultraschalltechnik („MS Ultrasonic“: Sondermaschinen, Serienmaschinen sowie Ultraschallsysteme und -komponenten). Zu den wesentlichen Kundenbranchen zählen die weltweite Nutzfahrzeug- und die PKW-Industrie, gefolgt von der Verpackungsmaschinenindustrie, der Medizintechnik und weiteren kunststoffverarbeitenden Branchen sowie dem allgemeinen Maschinen- und Anlagenbau. Die Gruppe erwirtschaftet aktuell ein jährliches Umsatzvolumen von ca. 225 Mio. Euro mit über 780 festangestellten Mitarbeitern an fünf Produktionsstandorten, davon zwei in Deutschland und jeweils einem in den USA, Brasilien und China.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2023	31.12.2024e	31.12.2025e	31.12.2026e
Umsatz	246,70	182,17	173,41	185,75
EBITDA	21,75	16,11	14,81	16,09
EBIT	9,36	6,74	7,92	9,20
Jahresüberschuss	4,45	3,91	6,44	7,96

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,15	0,13	0,21	0,27
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,49	0,66	0,70	0,65
EV/EBITDA	5,56	7,51	8,17	7,52
EV/EBIT	12,92	17,93	15,27	13,14
KGV	11,79	13,41	8,14	6,59
KBV	0,70			

Finanztermine

01.07.2024: Hauptversammlung
August 2024: Halbjahresbericht 2024
November 2024: Q3-Zahlen 2024

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
05.12.2023: RS / 3,40 / KAUFEN
07.09.2023: RS / 3,40 / KAUFEN
29.06.2023: RS / 2,90 / KAUFEN
19.12.2022: RS / 2,85 / KAUFEN
14.09.2022: RS / 2,45 / 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 Ad-hoc-Mitteilung vom 31.05.2024 hat die MS Industrie AG bekannt gegeben, dass sich die Schunk Sonosystems GmbH mit Sitz in Wettenberg mit einer einfachen Mehrheit an der MS Ultraschall Technologie GmbH beteiligen wird. Der Vollzug der Transaktion soll im Laufe des Monats Juli 2024 gemeldet werden. Über den Kaufpreis und die konkrete Beteiligungshöhe wurden keine weiteren Angaben gemacht. Mit Vollzug der Transaktion würde die MS Industrie AG den Geschäftsbereich Ultraschall nicht mehr voll konsolidieren, sondern entsprechend der Beteiligungsquote als at-equity-Vermögenswert bilanzieren.
- Mit dieser Transaktion und dem damit zu erwartenden Wegfall des Segments Ultraschall werden sich die Umsatz- und Ertragsstruktur sowie die Bilanzrelationen des MS-Konzerns deutlich verändern. Der Wegfall des Segments Ultraschall wird in erster Linie zu einem niedrigeren Umsatz- und Ergebnisniveau führen. Dieser Effekt wird auf Ebene des Vorsteuerergebnisses teilweise kompensiert, da die MS Industrie AG anteilig at-equity-Ergebnisse ausweisen wird. Darüber hinaus wird auch der Wegfall der Zinsaufwendungen im Segment Ultraschall (2023: 2,40 Mio. €) dem negativen EBIT-Effekt entgegenwirken. Insgesamt wird die MS Industrie AG eine verschlankte Bilanzstruktur aufweisen, die zudem von einer deutlichen Verbesserung der Nettofinanzverschuldung geprägt sein wird. Neben der Vereinnahmung des Kaufpreises wird der at equity-Ausweis der neuen Minderheitsbeteiligung den Net Debt zusätzlich entlasten.
- Da uns keine Angaben zum Kaufpreis vorliegen, verwenden wir hierfür einen Marktmultiplikator (KPMG-Datenbank). Unter der Annahme, dass die Schunk-Gruppe einen Anteil von 51 % erwirbt, unterstellen wir einen Kaufpreis von ca. 32 Mio. €. Diesen berücksichtigen wir als Liquiditätszufluss. Ein wesentlicher Teil davon dürfte zur Tilgung von Bankverbindlichkeiten verwendet werden, was die Zinsbelastung in den kommenden Geschäftsjahren reduzieren wird. Neben dem Kaufpreis wird sich die Nettofinanzposition durch die at-equity-Aktivierung der 49 % an der Ultraschall-Gruppe weiter verbessern. Auf Basis des bilanziellen Eigenkapitals der Ultraschall-Tochter dürfte dies rund 16 Mio. € (GBC-Schätzung) betragen, so dass sich der gesamte Transaktionseffekt auf rund 48 Mio. € belaufen könnte.
- Die MS Ultraschall Technologie GmbH würde nach unseren Annahmen im laufenden Geschäftsjahr 2024 nur noch bis Ende Juli 2024 einbezogen. Danach würde die Gesellschaft als Beteiligung „at equity“ bilanziert, mit der Folge, dass das Ergebnis nach Steuern anteilig im Finanzergebnis der MS Industrie AG ausgewiesen wird. Zusätzlich dazu rechnen wir mit einer nachfragebedingten rückläufigen Umsatzentwicklung im Segment MS XTEC und prognostizieren für das laufende Geschäftsjahr 2024 Umsatzerlöse in Höhe von 182,17 Mio. € (VJ: 246,70 Mio. €). Ab dem kommenden Geschäftsjahr 2025 werden die Umsätze der MS Industrie nur noch das Segment MS XTEC enthalten. Nach einem weiteren Umsatzrückgang auf 173,41 Mio. € (GJ 2025) sollte im Geschäftsjahr 2026 ein Umsatzanstieg auf 185,75 Mio. € ausgewiesen werden. Der erwartete Umsatzrückgang in 2025 resultiert aus dem erstmals vollständigen Wegfall der Ultraschall-Umsätze.
- Der Wegfall der Ultraschallumsätze wird sich unmittelbar auf die Ertragslage der MS Industrie AG auswirken. Zunächst wird dies zu einem Rückgang des EBITDA im Geschäftsjahr 2024 und im Geschäftsjahr 2025 führen. Durch den Wegfall der Abschreibungen auf das Anlagevermögen der Ultraschallgesellschaft wird das EBIT jedoch bereits ab dem kommenden Geschäftsjahr 2025 wieder eine steigende Tendenz aufweisen, jedoch noch unter dem Niveau des Geschäftsjahres 2023 liegen.

Auch das Finanzergebnis wird durch die anstehende Transaktion wesentlich beeinflusst. Zum einen durch den Wegfall der Finanzaufwendungen der Ultraschall-Tochter, zum anderen gehen wir davon aus, dass wesentliche Teile des Kaufpreises zur Tilgung von Darlehen verwendet werden. Darüber hinaus wird das anteilige Nachsteuerergebnis des Ultraschallsegments zukünftig im Finanzergebnis ausgewiesen. Demnach wird auch auf Ebene des Nachsteuerergebnisses bereits im kommenden Geschäftsjahr 2025 eine deutliche Steigerung zu sehen sein. Wir gehen sogar davon aus, dass dann der Wert des Geschäftsjahres 2023 bereits überschritten wird.

- Den von uns angenommenen Transaktionseffekt in Höhe von 47,80 Mio. € haben wir als Liquiditätszufluss berücksichtigt, der den Free Cashflow im laufenden Geschäftsjahr deutlich erhöhen wird. Als neues Bewertungsergebnis haben wir einen Wert je Aktie von 2,75 € (bisher: 3,40 €) ermittelt. Der Kurszielerückgang ist im Wesentlichen auf die reduzierten Umsatz- und Ergebnisprognosen für das Segment MS XTEC zurückzuführen. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.
- Ohne die in der Bewertung berücksichtigte Transaktion hätten wir aufgrund der im Vergleich zu unseren bisherigen Prognosen verschlechterten kurzfristigen Aussichten für MS XTEC einen stärkeren Rückgang des Kursziels (Bandbreite: 2,20 € - 2,40 €) ermittelt. Zudem hätte die hohe Zinsbelastung einen Großteil des EBIT aufgezehrt, ein Effekt, der durch die Transaktion deutlich geringer ausfallen sollte. Das von uns ermittelte Kursziel von 2,75 € deutet unter Einbezug des marktgerechten Verkaufspreises demnach darauf hin, dass die anstehende Ultraschall-Teilveräußerung wertsteigernd ist.

INHALTSVERZEICHNIS

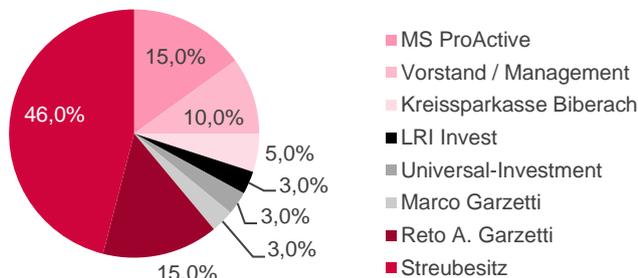
Executive Summary	2
Inhaltsverzeichnis	4
Unternehmen	5
Aktionärsstruktur	5
Strategische Partnerschaft für MS Ultrasonic	5
Konsolidierungskreis nach Abschluss der Transaktion (vereinfacht)	5
Produkte	6
MS XTEC	6
MS Ultrasonic-Gruppe	6
Markt und Marktumfeld	7
MS XTEC Europa	7
Ultraschall-Segment	8
Sondermaschinen	8
Serienmaschinen und Systeme	8
Unternehmensentwicklung	9
Kennzahlen im Überblick	9
Geschäftsentwicklung 2023	10
Umsatzentwicklung 2023	10
Ergebnisentwicklung 2023	11
Bilanzielle und finanzielle Situation	13
Geschäftsentwicklung Q1 2024	14
Prognose und Bewertung	15
Prognosegrundlage	15
MS XTEC	16
Ultraschall	17
Umsatz- und Ergebnisprognosen	17
Bewertung	19
Modellannahmen	19
Bestimmung der Kapitalkosten	19
Bewertungsergebnis	19
DCF-Modell	20
Anhang	21

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
MS ProActive	15,0%
Vorstand / Management	10,0%
Reto A. Garzetti	15,0%
Kreissparkasse Biberach	5,0%
Universal-Investment	3,0%
LRI Invest	3,0%
Marco Garzetti	3,0%
Streubesitz	46,0%

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

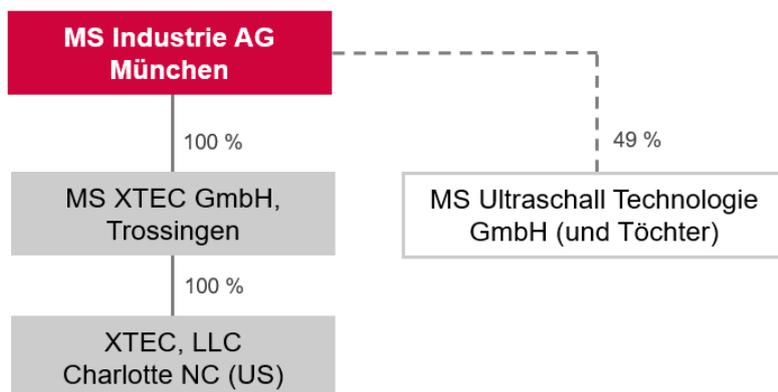


Strategische Partnerschaft für MS Ultrasonic

Mit Ad-hoc-Mitteilung vom 31.05.2024 hat die MS Industrie AG bekannt gegeben, dass sich die Schunk Sonosystems GmbH mit Sitz in Wetzlar mit einer einfachen Mehrheit an der MS Ultraschall Technologie GmbH beteiligen wird. Der Vollzug der Transaktion soll im Laufe des Monats Juli 2024 gemeldet werden. Über den Kaufpreis und die konkrete Beteiligungshöhe wurden keine weiteren Angaben gemacht. Mit Vollzug der Transaktion würde die MS Industrie AG den Geschäftsbereich Ultraschall nicht mehr voll konsolidiert, sondern entsprechend der Beteiligungsquote als at-equity-Vermögenswert bilanzieren.

Mögliche Synergieeffekte könnten sich aus der Zusammenarbeit der beiden Unternehmen ergeben. Während die Schunk-Gruppe den Bereich des Ultraschall-Metallschweißens abdeckt, ist die MS Ultraschall im Bereich des Kunststoffschweißens tätig. Die Schunk-Gruppe ist mit rund 9.600 Mitarbeitern in 26 Ländern aktiv.

Konsolidierungskreis nach Abschluss der Transaktion (vereinfacht)



Quelle: MS Industrie AG

Produkte

Die Geschäftstätigkeit der MS Industrie AG wird nach Vollzug der Transaktion ausschließlich von der MS XTEC GmbH repräsentiert werden. Die Ultrasonic-Gruppe wird kein Bestandteil des Konsolidierungskreises mehr sein, ist dennoch bedeutend für die Geschäftsentwicklung der MS Industrie AG. Künftig wird die MS Industrie AG at-equity-Erträge des Ultraschall-Segments im Finanzergebnis ausweisen. Wir gehen zudem davon aus, dass, wie dies bei solchen Transaktionen üblich ist, auch eine Call-/Put-Option für die restlichen Anteile vereinbart wird. Üblicherweise hängt der Preis solcher Vereinbarungen von der Geschäftsentwicklung des Zielunternehmens ab, weswegen diese weiterhin eine hohe Relevanz für die MS Industrie-Gruppe hat.

MS XTEC

Hier agiert die MS-Gruppe heute vor allem in Europa als Single-Source-Anbieter von automotiven Komplettsystemen, die vor allem bei schweren Verbrennungsmotoren, in Nutzfahrzeugen oder auch in Offroad-Anwendungen zum Einsatz kommen. Innerhalb der Produktion wird eine große Bandbreite von der Kleinserien- bis zur Großserienfertigung abgedeckt. Beispiele für Produkte sind Kipphebel, Motorbremssysteme oder Ventiltriebe. In diesem Bereich konnte unter anderem mit Traton ein neuer namhafter Lkw-Kunde gewonnen werden, wodurch eine deutliche Verbreiterung der Kundenbasis erreicht wird.

Darüber hinaus ist die MS Industrie AG auch als Zulieferer für Hybrid- und Elektroantriebe tätig. Neben der Bearbeitung und Montage von Aluminiumgehäusen (Nockenwellengehäuse, Getriebegehäuse, Fahrwerksteile) werden weitere Präzisionsbauteile wie Ventilbrücken oder Achsen bearbeitet und montiert.

Um der Tatsache Rechnung zu tragen, dass das Unternehmen in diesem Segment nicht mehr nur als reiner Fertigungsdienstleister auftritt, sondern auch Technologien, Dienstleistungen und Services anbietet, wurde die ehemalige MS Powertrain Technologie im Jahr 2023 in MS XTEC umbenannt. Der neue Name soll der zunehmenden Erweiterung des Produktportfolios über den reinen Antriebsstrang hinaus Rechnung tragen. Neben dem Antriebsbereich im Schwerlastverkehr, H2Ready-Transportern sowie alternativen Antrieben sollen zukünftig auch landwirtschaftliche und industrielle Anwendungen adressiert werden. Am neuen Standort in den USA sollen zudem die Bereiche Aerospace, Defense, Medical und After Sales abgedeckt werden.

MS Ultrasonic-Gruppe

In diesem Segment bietet das Unternehmen bis zum Vollzug der Transaktion Ultraschall-Sondermaschinen, Ultraschall-Systeme oder Ultraschall-Komponenten sowie eigene Ultraschall-Serienmaschinen für die Automobilindustrie, die Verpackungsindustrie, die Medizintechnik oder die Textilindustrie an und fungiert somit als Technologielieferant. Typische Anwendungsbeispiele sind das Schweißen, Stanzen oder die mechanische Bearbeitung diverser Automobilteile wie Stoßfänger, Instrumententafeln, Innenverkleidungen etc. Die Ultraschallschweißsysteme werden zum Schweißen, Siegeln, Schneiden, Trennschweißen und Stanzen in verschiedenen Industrien eingesetzt.

Die MS Ultraschall Technologie GmbH adressiert seit der Corona-Pandemie verstärkt den Bereich der Vliesstoffe (sog. Nonwovens). Vliesstoffe kommen unter anderem bei der Herstellung von Atemschutzmasken, Schutzanzügen, Wundauflagen und Hygieneartikeln zum Einsatz. Im laufenden Geschäftsjahr 2024 sollen weitere wesentliche Aufträge in diesem Bereich gewonnen werden.

MARKT UND MARKTUMFELD

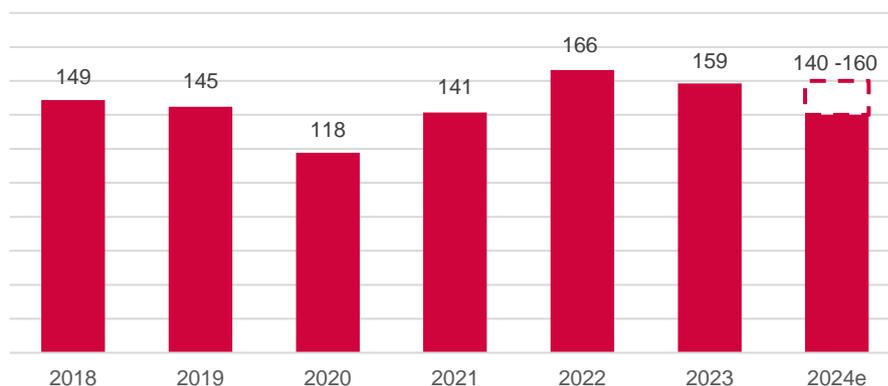
Die nachfolgende Marktbetrachtung haben wir nach den beiden Berichtssegmenten MS XTEC und Ultrasonic aufgeteilt. Während im Segment MS XTEC eine Abhängigkeit von den Zulassungszahlungen der Hauptkunden Daimler Trucks und Traton besteht, gibt es im Segment Ultrasonic unterschiedliche Markteinflüsse.

MS XTEC Europa

Dieser Geschäftsbereich (vormals: MS Powertrain Technology) ist der umsatzstärkste Geschäftsbereich der MS Industrie AG. In diesem Segment tritt die MS Industrie AG sowohl als Produktlieferant für Daimler Trucks als auch für die Traton-Gruppe auf. Zwar werden in diesem Segment auch andere Kunden z.B. aus den Bereichen Off-Highway, Hybrid oder E-Mobility beliefert, der überwiegende Teil des Umsatzes der MS XTEC wird jedoch mit den beiden Nutzfahrzeugkunden generiert.

Daimler Trucks ist dabei als wichtiger Impulsgeber für die Geschäftsentwicklung der MS Industrie AG zu sehen. Das Daimler-Segment Mercedes-Benz verzeichnete im abgelaufenen Geschäftsjahr zum zweiten Mal in Folge einen leichten Absatzrückgang auf 158,5 (Vorjahr: 166,4) Tsd. Einheiten. Dies ist vor allem auf einen deutlichen Absatzrückgang in Brasilien zurückzuführen, der insbesondere durch die Einführung der Abgasnorm Euro VI verursacht wurde. Die grundsätzlichen Marktbedingungen waren jedoch sehr gut. Sowohl in Nordamerika als auch in der Region EU30 stieg der Gesamtmarktumsatz um 7% bzw. 15%. Für das laufende Jahr 2024 sieht Daimler Trucks jedoch keine positiven Marktimpulse, so dass im Segment Mercedes-Benz mit einem Absatz von 140 bis 160 Tsd. Fahrzeugen gerechnet wird. Dies würde im besten Fall eine konstante Entwicklung bedeuten, im schlechtesten Fall jedoch einen Rückgang um -11,7 %. Basis hierfür sind die weiterhin schwierigen konjunkturellen Marktbedingungen und das Ausbleiben von Nachholeffekten in wichtigen Lkw-Absatzmärkten. Für die Region Nordamerika erwartet Daimler einen Rückgang des Marktvolumens zwischen -3,3% und -15,4%, für die Region EU30 zwischen -12,3% und -23,4%.

Absatzentwicklung Mercedes Benz (in Tsd.)



Quelle: Daimler Trucks; GBC AG

Die Traton-Gruppe (Scania, MAN, Navistar, VW Truck & Bus), der zweite wichtige Kunde von MS XTEC, konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr den Absatz über alle Marken um rund 10,7 % auf 338,2 Einheiten steigern. Ausschlaggebend war auch hier das positive Marktumfeld in Europa, das von einer Entspannung der Lieferketten geprägt war. Zum Stichtag 31.12.2023 verzeichnete die Traton-Gruppe jedoch einen starken Rückgang des Auftragseingangs um -21 %. Die Gruppe führt diese Entwicklung auf die be-

stehenden konjunkturellen Unsicherheiten sowie die erschwerten Finanzierungsbedingungen zurück. Zudem sei eine Normalisierung der Nachfrage nach der Auflösung von Lieferkettenbeschränkungen zu beobachten. Für das laufende Jahr rechnet die Traton-Gruppe mit einem spürbaren Marktrückgang in Europa (EU27+3) und erwartet vor diesem Hintergrund eine Umsatzentwicklung in einer Bandbreite von -5 % bis +10 %.

Entsprechend erwarten auch die beiden Key Accounts der MS XTEC eine tendenziell rückläufige Marktnachfrage, was sich negativ auf den Absatz und damit auf die Abrufzahlen der MS Industrie AG auswirken könnte.

Ultraschall-Segment

Im Ultraschallsegment bietet die MS Industrie AG sowohl maßgefertigte als auch standardisierte Maschinen an, die für verschiedene Anwendungen wie Schweißen, Versiegeln, Schneiden, Trennschweißen und Stanzen von unterschiedlichen Materialien geeignet sind. Konkrete Marktdaten zur von der Gesellschaft angebotenen Ultraschall-Technologie liegen jedoch nicht vor. Vor allem aufgrund der Tatsache, dass 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. Im neuen Kompetenzzentrum in Ettlingen wird seit dem Q4 2021 zudem die Forschung und Entwicklung für das Fügen, Prägen und Perforieren von Vliesstoffen (so genannte Nonwovens) sowie das „Ultraschallreinigen“ forciert betrieben. Vliesstoffe kommen insbesondere bei Atemschutzmasken, Schutzanzügen, Wundauflagen und Hygieneartikel aller Art zum Einsatz.

Sondermaschinen

Im umsatzstärksten Bereich Ultraschall-Sondermaschinen werden in erster Linie Anwendungen für die Automotive-Industrie, hier insbesondere das Ultraschall-Schweißen von Instrumententafeln, Türverkleidungen, Heckspoilern 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. Wichtig ist hierbei auch, dass das Segment unabhängig von der Antriebstechnik der Fahrzeuge agiert. Somit profitiert das Sondermaschinen-Segment auch von der zunehmenden Elektrifizierung der Fahrzeuge und ist nur beeinflusst, wie viele neue Fahrzeugmodelle auf den Markt kommen. Der Strukturwandel der deutschen Automobilindustrie ist mittlerweile zunehmend vorangeschritten, so dass sich auch die Nachfrage und die Auftragseingänge seit dem ersten Halbjahr von 2023 deutlich erholt haben.

Serienmaschinen und Systeme

Die im Ultraschall-Segment angebotene Technologie, speziell bei den von der Gesellschaft angebotenen Serienmaschinen lässt sich unter dem Oberbegriff Fügetechniken zusammenfassen. Ultraschallschweißen ist eine aufstrebende Nischentechnologie mit überlegenen Eigenschaften für die Verbindung von thermoplastischen Materialien. Besonders in der Verpackungsindustrie ist sie wegen ihrer Einfachheit, Umweltfreundlichkeit und Kosteneffizienz beliebt, da fast die Hälfte der Verpackungen aus Kunststoffen besteht und somit grundsätzlich für diese Technologie geeignet ist. Aufgrund der dynamischen Wachstumsraten des Verpackungsmarktes, der jüngsten Verpackungsgesetzgebung und dem Bedarf an neuen Ultraschallsystemen zur Verschweißung recycelbarer Produkte ist in diesem Bereich von weiterem Wachstum auszugehen.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2022	GJ 2023	GJ 2024e	GJ 2025e	GJ 2026e
Umsatzerlöse	206,16	246,70	182,17	173,41	185,75
Bestandsveränderungen	3,24	-2,44	0,00	0,00	0,00
Sonstige betriebliche Erträge	6,87	5,03	3,83	3,00	3,00
Gesamtleistung	216,27	249,29	186,01	176,41	188,75
Materialaufwand	-112,25	-125,90	-101,14	-105,78	-113,31
Rohertrag	104,02	123,39	84,87	70,63	75,44
Personalaufwand	-57,74	-62,40	-38,56	-27,67	-29,30
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-31,20	-39,24	-30,20	-28,15	-30,05
EBITDA	15,08	21,75	16,11	14,81	16,09
Abschreibungen	-12,35	-12,39	-9,37	-6,89	-6,89
EBIT	2,73	9,36	6,74	7,92	9,20
Finanzerträge/at equity-Erträge	0,92	0,93	0,98	1,71	2,27
Finanzaufwendungen	-2,98	-4,26	-2,49	-1,25	-1,15
Ergebnis aus assoziierten Unternehmen	0,31	0,20	0,00	0,00	0,00
EBT	0,98	6,24	5,23	8,39	10,32
Ertragssteuern	0,20	-1,79	-1,32	-1,95	-2,36
Konzernjahresergebnis	1,18	4,45	3,91	6,44	7,96
EBITDA	15,08	21,75	16,11	14,81	16,09
in % der Umsatzerlöse	7,3%	8,8%	8,8%	8,5%	8,7%
EBIT	2,73	9,36	6,74	7,92	9,20
in % der Umsatzerlöse	1,3%	3,8%	3,7%	4,6%	5,0%
Ergebnis je Aktie in €	0,04	0,15	0,13	0,21	0,27

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2023

GuV (in Mio. €)	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022	GJ 2023
Umsatzerlöse	164,04	164,67	206,16	246,70
EBITDA (EBITDA-Marge)	4,25 (2,6%)	9,12 (5,5%)	15,08 (7,3%)	21,75 (8,8%)
EBIT (EBIT-Marge)	-9,18 (neg.)	-4,43 (neg.)	2,73 (1,3%)	9,36 (3,8%)
Jahresüberschuss	-7,47	-4,00	1,18	4,45
EPS in €	-0,25	-0,13	0,04	0,15

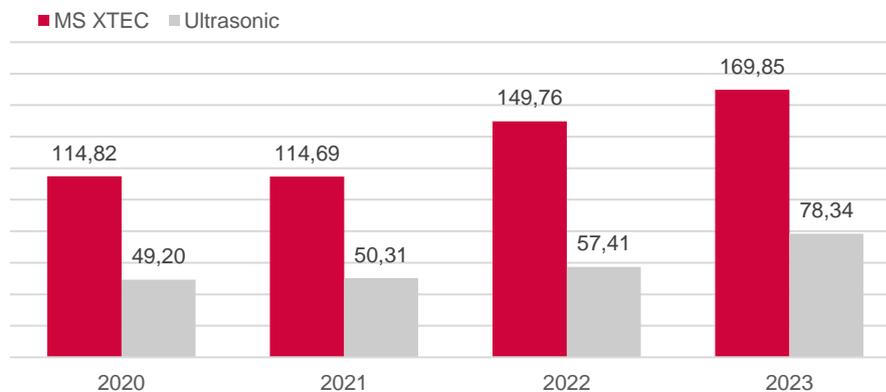
Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2023

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2023 konnte die MS Industrie AG den im Geschäftsjahr 2022 eingeschlagenen Wachstumskurs fortsetzen und die Umsatzerlöse um 19,7 % auf 246,70 Mio. € (VJ: 206,16 Mio. €) deutlich steigern. Die zu Jahresbeginn mit Veröffentlichung des Geschäftsberichts 2022 abgegebene Prognose, die Umsatzerlöse in Höhe von 235 Mio. € vorsah, wurde damit deutlich übertroffen. Unterjährig hat der Vorstand der MS Industrie AG zwei Prognoseanhebungen vorgenommen, wobei die Guidance zu den 9-Monatszahlen (Umsatz: 250 Mio. €) nur knapp verfehlt wurde.

Mit Blick auf die unterjährige Entwicklung wird deutlich, dass insbesondere das erste Halbjahr von Nachholeffekten und damit einer hohen Umsatzdynamik (+29,6%) geprägt war. In der zweiten Jahreshälfte „normalisierte“ sich die Geschäftsentwicklung, wobei immer noch ein leichtes Umsatzwachstum erzielt werden konnte.

Segmentbezogene Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Beide Segmente trugen gleichermaßen zum starken Umsatzanstieg bei. Im Segment MS XTEC stieg der Umsatz deutlich um 13,4 % auf 169,85 Mio. € (VJ: 149,46 Mio. €). Hier profitierte das Unternehmen von einer marktbedingt positiven Nachfrageentwicklung. Sowohl in der EU als auch in den USA entwickelten sich die Lkw-Neuzulassungen mit +15 % bzw. +7 % positiv. Dies hat zu einem Anstieg der Abrufe beim Großkunden Daimler geführt. Aber auch der in 2023 erfolgte Serienanlauf des Traton-Auftrags, der bis 2026 ein Ziel-Umsatzvolumen von 25 bis 30 Mio. € erreichen soll, hat dazu beigetragen. Schließlich dürften auch die MS XTEC-Umsätze außerhalb des Nutzfahrzeugsbereichs, der rund 70 % des Segmentumsatzes ausmacht, gestiegen sein.

Mit einer besonders dynamischen Umsatzsteigerung von 36,5 % auf 78,34 Mio. € (VJ: 57,41 Mio. €) gelang es dem Unternehmen im Segment Ultraschall, den im Vorjahr eingeschlagenen Wachstumskurs fortzusetzen und gleichzeitig den bisher höchsten Umsatz in diesem Bereich zu erzielen. Hierzu dürfte vor allem die erneut gestiegene Nach-

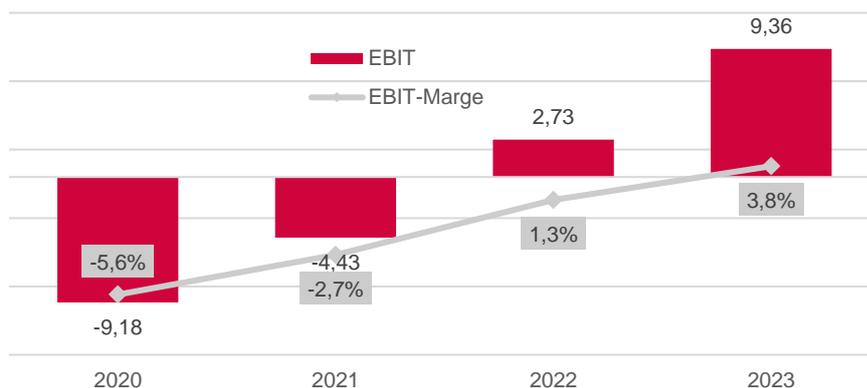
frage nach Ultraschall-Sondermaschinen beigetragen haben. Im Geschäftsjahr 2022 hatten Probleme in der Lieferkette zu einer Umsatzverschiebung in das Geschäftsjahr 2023 geführt, was den angesprochenen Nachholeffekt zur Folge hatte. Darüber hinaus stellt die Gesellschaft in diesem Bereich eine insgesamt stabilere Nachfrageentwicklung fest, nachdem in den Vorjahren eine strukturell bedingte Zurückhaltung vorherrschte.

Parallel dazu profitiert das Ultraschallsegment auch von einer erhöhten Installationsbasis der Serienmaschinen, die mit Folgeaufträgen im Servicebereich einhergeht. Auch die Vertriebsaktivitäten haben sich nach den pandemiebedingten Einschränkungen weitgehend normalisiert.

Ergebnisentwicklung 2023

Mit dem starken Umsatzwachstum stieg auch das EBIT deutlich auf 9,36 Mio. € (VJ: 2,73 Mio. €). Im Mehrjahresvergleich zeigt sich, dass es der Gesellschaft bisher gut gelungen ist, steigende Umsatzniveaus in eine Steigerung des operativen Ergebnisses bzw. der EBIT-Margen umzusetzen. Die von der Gesellschaft in Aussicht gestellte deutliche Ergebnisverbesserung kann damit als erfüllt angesehen werden. In unserer letzten Prognose (siehe Studie vom 05.12.2023) hatten wir allerdings eine etwas bessere EBIT-Entwicklung unterstellt (GBCe: 12,33 Mio. €).

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



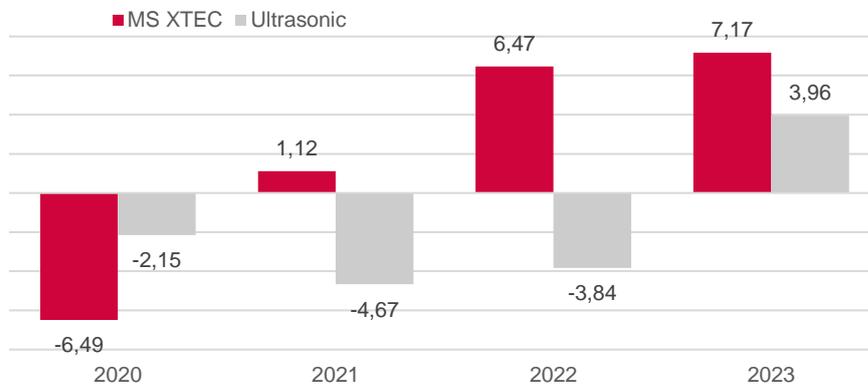
Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Zur Verbesserung der EBIT-Marge trug insbesondere die auf 51,0 % (VJ: 54,5 %) gesunkene Materialaufwandsquote bei. Dies ist im Wesentlichen auf den überproportionalen Anstieg der Umsätze im Segment Ultraschall zurückzuführen, die einen deutlich höheren Wertschöpfungsanteil als die MS XTEC-Umsätze aufweisen. Darüber hinaus lag die Materialaufwandsquote im Segment Ultraschall mit 28,8 % (VJ: 33,2 %) deutlich unter dem Vorjahreswert, was auf eine verbesserte Preisdurchsetzung zurückzuführen ist. Dies war im Vorfeld so erwartet worden, da im Geschäftsjahr 2022 noch Anlagenauslieferungen zu „alten“ Preisniveaus erfolgten. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2023 konnte die MS Industrie AG daher die gestiegenen Preisniveaus besser weitergeben. Die Materialaufwandsquote entwickelte sich jedoch auch im Segment MS XTEC leicht rückläufig auf 61,2 % (VJ: 62,4 %).

Dass das EBIT dennoch unter unseren Erwartungen blieb, ist insbesondere auf die auf 5,03 Mio. € (VJ: 6,87 Mio. €) gesunkenen sonstigen betrieblichen Erträge und die auf 39,24 Mio. € (VJ: 31,20 Mio. €) gestiegenen sonstigen betrieblichen Aufwendungen zurückzuführen. Ausschlaggebend hierfür waren zum einen geringere Erträge aus Wechselkursveränderungen sowie höhere Energiekosten und Aufwendungen für Leiharbeitnehmer.

Die Betrachtung des segmentbezogenen EBIT zeigt den deutlichen Anstieg des EBIT-Beitrags des Segments Ultraschall auf 3,96 Mio. € (VJ: -3,84 Mio. €). Parallel dazu verbesserte sich das EBIT der MS XTEC auf 7,17 Mio. € (VJ: 6,47 Mio. €).

Segmentbezogener EBIT-Beitrag (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Analog zum Anstieg des Konzern-EBIT verbesserte sich auch das Ergebnis nach Steuern deutlich auf 4,45 Mio. € (VJ: 1,18 Mio. €). Bei nahezu unveränderten Abschreibungen reduzierte sich das Finanzergebnis auf -3,13 Mio. € (VJ: -1,75 Mio. €). Hier machte sich vor allem der Anstieg der Finanzaufwendungen auf 4,26 Mio. € (VJ: 2,98 Mio. €) bemerkbar, der aus dem gestiegenen Zinsniveau resultierte und vor allem den kurzfristigen Teil der Bankverbindlichkeiten betraf.

Bilanzielle und finanzielle Situation

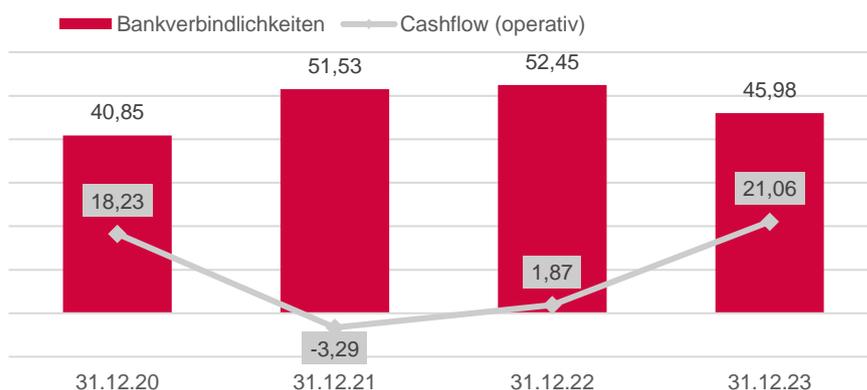
in Mio. €	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Eigenkapital (EK-Quote)	68,56 (40,0%)	68,02 (37,0%)	71,70 (34,1%)	74,90 (37,0%)
Operatives Anlagevermögen*	75,46	82,06	91,65	96,30
Net Working Capital	37,14	44,23	52,54	48,90
Finanzverschuldung	73,86	82,72	92,20	86,70
Liquide Mittel	4,46	6,48	2,35	2,12
Cashflow (operativ)	18,23	-3,29	1,87	21,06
Cashflow (Investition)	-0,61	1,43	-3,76	-6,86
Cashflow (Finanzierung)	-16,49	-16,80	-7,15	-13,28

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG; *inkl. Immobilien

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2023 haben sich die Bilanzrelationen sichtbar verbessert. So ist ein ergebnisbedingter Anstieg des Eigenkapitals auf 74,90 Mio. € (31.12.22: 71,70 Mio. €) und damit verbunden eine Verbesserung der Eigenkapitalquote auf 37,0 % (31.12.22: 34,1 %) zu verzeichnen. Der Anstieg der EK-Quote ist auch eine Folge der reduzierten Bilanzsumme, die auf der Aktivseite insbesondere durch einen Rückgang der Vertragsvermögenswerte auf 8,52 Mio. € (31.12.22: 18,85 Mio. €) geprägt war. Hier hat eine Normalisierung stattgefunden, nachdem diese Bilanzposition zum Ende des Geschäftsjahres 2022 noch in das Geschäftsjahr 2023 verschobenen Aufträgen geprägt war.

Der Rückgang dieser Working Capital-Bilanzposition hat gebundene Liquidität freigegeben. Zusammen mit dem positiven operativen Ergebnis stieg der operative Cashflow daher deutlich auf 21,06 Mio. € (VJ: 1,87 Mio. €) und erreichte damit den höchsten Wert der vergangenen Geschäftsjahre. Unter Berücksichtigung des Cashflows aus der Investitionstätigkeit in Höhe von -6,86 Mio. € (VJ: -3,76 Mio. €) konnte die MS Industrie AG ihre Bankverbindlichkeiten zurückführen. Diese reduzierten sich auf 45,98 Mio. € (31.12.22: 52,45 Mio. €), wodurch sich die Finanzverschuldung insgesamt auf 86,70 Mio. € (31.12.22: 92,20 Mio. €) verringerte.

Operativer Cashflow und Bankverbindlichkeiten (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung Q1 2024

GuV (in Mio. €)	Q1 2021	Q1 2022	Q1 2023	Q1 2024
	IRFS	IFRS	HGB	HGB
Umsatzerlöse	41,7	47,0	61,2	54,1
EBITDA (EBITDA-Marge)	4,7 (11,2%)	4,7 (10,0%)	4,6 (7,5%)	4,6 (8,5%)
EBIT (EBIT-Marge)	0,9 (2,2%)	1,9 (4,0%)	2,3 (4,3%)	2,1 (3,9%)
EAT	0,8	0,9	1,1	0,6

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Mit der Veröffentlichung der Zahlen für das erste Quartal 2024 hat die MS Industrie AG wie angekündigt die Rechnungslegung auf HGB umgestellt. Damit wurden rückwirkend auch die Zahlen der Vergleichsperiode des abgelaufenen Geschäftsjahres angepasst. Mit Umsatzerlösen in Höhe von 54,1 Mio. € (VJ: 61,2 Mio. €) weist die Gesellschaft einen Umsatzrückgang in Höhe von -11,6 % aus. Zwar wurde mit einem Rückgang gerechnet, aus unserer Sicht fiel dieser jedoch etwas stärker aus als erwartet. Dies dürfte vor allem auf den starken Umsatzrückgang (-24,8 %) im Ultraschall-Segment zusammenhängen, welcher von Auslieferungsverschiebungen in das zweite Quartal 2024 geprägt war. Hier ist die Rechnungslegung nach HGB zu berücksichtigen, die eine PoC-Erfassung von Umsätzen nicht vorsieht. Der Umsatz im Segment MS XTEC lag mit -5,9 % unter dem Vorjahresniveau und damit im Rahmen der Erwartungen. Hier machte sich die Nachfrageschwäche im Bereich der schweren Nutzfahrzeuge bemerkbar, die zu geringeren Abrufen der Hauptkunden der Gesellschaft führte.

Im Gegensatz zum Umsatzrückgang entwickelte sich das EBITDA mit 4,6 Mio. € (VJ: 4,6 Mio. €) erwartungsgemäß stabil. Hier machte sich die aus dem Produktmix resultierende verbesserte Materialaufwandsquote bemerkbar. Zudem gehen wir davon aus, dass die neuen Aufträge zu verbesserten Konditionen abgewickelt werden können. Gleichzeitig dürfte mit dem Umsatzrückgang auch die hohe Kapazitätsauslastung, die mit überproportionalen Kosten einhergeht, zurückgegangen sein. Schließlich sollte auch der erreichte höhere Automatisierungsgrad für Kostenentlastungen sorgen. Bezeichnend hierfür ist der Rückgang der Mitarbeiterzahl zum 31.03.2024 auf 787 (31.12.2023: 813).

PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2023	GJ 2024e	GJ 2025e	GJ 2026e
Umsatzerlöse	246,70	182,18	173,41	185,75
davon MS XTEC	169,85	149,21	173,41	185,75
davon Ultraschall	78,34	32,97	-	-
EBIT (EBIT-Marge)	9,36 (3,8%)	6,74 (3,7%)	7,92 (4,6%)	9,20 (5,0 %)
Jahresüberschuss	4,45	3,91	6,44	7,96
EPS in €	0,15	0,13	0,22	0,27

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

*Hinweis: Mit Corporate News vom 06.05.2024 hat das Management der MS Industrie AG angekündigt, die zukünftige Bilanzierung auf HGB (bisher: IFRS) umzustellen. Eine offensichtliche Änderung wird der Wegfall des IFRS 16 sein, der einerseits zu einer Reduzierung des Anlagevermögens und andererseits zu einer Reduzierung des Fremdkapitals führen wird. Dadurch wird sich die Bilanzsumme verkürzen und die Eigenkapitalquote erhöhen. Der Wegfall von IFRS 16 wird zudem bei gleichbleibendem Umsatz zu einem geringeren EBITDA und einem leicht niedrigeren EBIT führen, das EBT wird davon jedoch nicht beeinflusst. **Wir haben unsere Schätzungen noch auf Basis der IFRS-Rechnungslegung erstellt**, werden aber mit Vorlage des ersten HGB-Jahresabschlusses ebenfalls eine Umstellung vornehmen.*

Prognosegrundlage

Mit Mitteilung vom 31.05.2024 hat die MS Industrie AG den geplanten Verkauf der einfachen Mehrheit an der MS Ultraschall Technologie GmbH bekannt gegeben. Weitere Angaben zum Verkaufspreis bzw. der nach der Transaktion gehaltenen Beteiligungsquote wurden nicht gemacht, so dass wir diesbezüglich eigene Schätzungen vornehmen. Mit dieser Transaktion und dem damit zu erwartenden Wegfall des Segments Ultraschall werden sich die Umsatz- und Ertragsstruktur sowie die Bilanzrelationen des MS-Konzerns deutlich verändern.

Der Wegfall des Segments Ultraschall wird zu einem niedrigeren Umsatz- und Ergebnisniveau führen. Dieser Effekt wird auf Ebene des Vorsteuerergebnisses teilweise kompensiert, da die MS Industrie AG anteilig At-Equity-Ergebnisse ausweisen wird. Darüber hinaus wird auch der Wegfall der Zinsaufwendungen im Segment Ultraschall (2023: 2,40 Mio. €) dem negativen EBIT-Effekt entgegenwirken.

Insgesamt wird die MS Industrie AG eine verschlankte Bilanzstruktur aufweisen, die zudem von einer deutlichen Verbesserung der Nettofinanzverschuldung geprägt sein wird. Neben der Vereinnahmung des Kaufpreises wird der at equity-Zugang der neuen Minderheitsbeteiligung den Net Debt zusätzlich entlasten. Mangels konkreter Angaben zum Kaufpreis verwenden wir einen Marktmultiplikator. Nach der Multiplikator-Datenbank von KPMG liegt der EBIT-Multiplikator für Unternehmen des produzierenden Gewerbes derzeit in einer Bandbreite von 8,8 bis 22,9. Unter der Annahme, dass die Schunk-Gruppe einen Anteil von knapp über 50 % (einfache Mehrheit) erwerben wird, unterstellen wir folgenden Kaufpreis:

Ermittlung Kaufpreis	Unteres Ende	Oberes Ende
Marktmultiplikator auf EBIT-Basis	8,8x	22,9x
EBIT 2023	3,96 Mio. €	3,96 Mio. €
Kaufpreis (100 %)	34,81 Mio. €	90,59 Mio. €
Kaufpreis (51 %)	17,75 Mio. €	46,20 Mio. €
Mittelwert Kaufpreis (51 %)	ca. 32 Mio. €	

Quelle: KPMG; MS Industrie AG; GBC AG

Aus dem Markt ergibt sich auf Basis des operativen Ergebnisses des Segments Ultraschall ein Kaufpreis von ca. 32 Mio. €. Diesen haben wir in unserem DCF-Bewertungsmodell als Liquiditätszufluss berücksichtigt. Ein wesentlicher Teil davon soll zur Rückführung von Bankverbindlichkeiten verwendet werden, was die Zinsbelastung in den kommenden Geschäftsjahren reduzieren wird. Zusätzlich zum Kaufpreis wird sich die Nettofinanzposition durch die at-equity-Aktivierung der 49 %-Beteiligung an der Ultraschall-Gruppe weiter verbessern. Auf Basis des bilanziellen Eigenkapitals der Ultraschall-Tochter dürfte dies rund 16 Mio. € (GBC-Schätzung) betragen, so dass sich der gesamte Transaktionseffekt auf rund 48 Mio. € belaufen könnte.

Diese Effekte haben wir in den nachfolgenden Umsatz- und Ergebnisprognosen sowie im Bewertungsmodell berücksichtigt. Darüber hinaus haben wir den Vollzug der Transaktion ab dem 01.08.2024 unterstellt, so dass das Segment Ultraschall bis Ende Juli 2024 Teil des MS-Konzerns bleibt. Zwar hatte das Management der MS Industrie AG mit der Veröffentlichung der Q1-Zahlen 2024 die bisherige Guidance bestätigt, diese dürfte jedoch durch den in der Folge konkretisierten Verkauf des Ultraschallsegments hinfällig sein. Gleichwohl sehen wir die Guidance, die einen Umsatzrückgang auf 225 Mio. € bei leicht steigendem EBITDA und EBIT vorsieht, als Trend für die MS XTEC und bis Ende Juli 2024 auch für die MS Ultraschall Technologie GmbH.

MS XTEC

Das Segment MS XTEC ist derzeit von einer Nachfrageschwäche geprägt. Der Hauptkunde Daimler Trucks erwartet für das laufende Geschäftsjahr einen Absatz von 140 bis 160 Tsd. Fahrzeugen, was im ungünstigsten Fall einem Absatzrückgang von -11,7 % entsprechen würde. Für Nordamerika erwartet Daimler einen Rückgang des Marktvolumens von -3,3 % bis -15,4 % und für die Region EU30 von -12,3 % bis -23,4 %. Traton, der zweite große Kunde des Segments MS XTEC, geht ebenfalls von einem spürbaren Markttrückgang aus und erwartet eine Umsatzentwicklung in einer Bandbreite von -5 % bis +10 %. Mögliche Ramp-up-Effekte aus den Umsätzen mit diesem neuen Großkunden würden damit nicht zum Tragen kommen. Die erwartete rückläufige Marktentwicklung wird unter dem Oberbegriff „Normalisierung des Marktes“ zusammengefasst, nachdem die vergangenen Jahre von Sondereffekten geprägt waren.

Kurzfristig besteht daher eine marktbedingte Belastung, mittel- bis langfristig sollte der Geschäftsbereich MS XTEC wieder auf Wachstumskurs zurückkehren. Mittelfristig wird mit einer wieder steigenden Investitionsbereitschaft in Lkw-Flotten gerechnet. Steigende Transportleistungen, ein nach wie vor hohes Durchschnittsalter der Fahrzeuge sowie eine insgesamt verbesserte Investitionsbereitschaft sollten dazu beitragen. Aber auch der weitere Hochlauf des Kundenauftrags Traton, der bis 2026 einen Umsatzbeitrag von 25 bis 30 Mio. € leisten soll, ist ein wichtiger Faktor für die zukünftige Umsatzentwicklung. Schließlich ist zu erwähnen, dass langfristige Verträge bis 2031 mit einem kumulierten Umsatzvolumen von rund 1,2 Mrd. € bestehen.

Neben der damit vorhandenen guten Grundauslastung soll jedoch die Abhängigkeit vom Nutzfahrzeugbereich reduziert werden. Der Fokus liegt hier auf Kunden aus dem Off-Highway-Bereich und seit einigen Jahren auch auf Aufträgen für Teilelieferungen für Hydraulik-, Hybrid- und Elektroanwendungen. Nicht zuletzt soll der neue Standort in den USA (Charlotte) ab dem kommenden Geschäftsjahr 2025 sukzessive neue Aufträge aus dem Off-Highway-Bereich generieren und damit die Umsatzdiversifizierung unterstützen.

Ultraschall

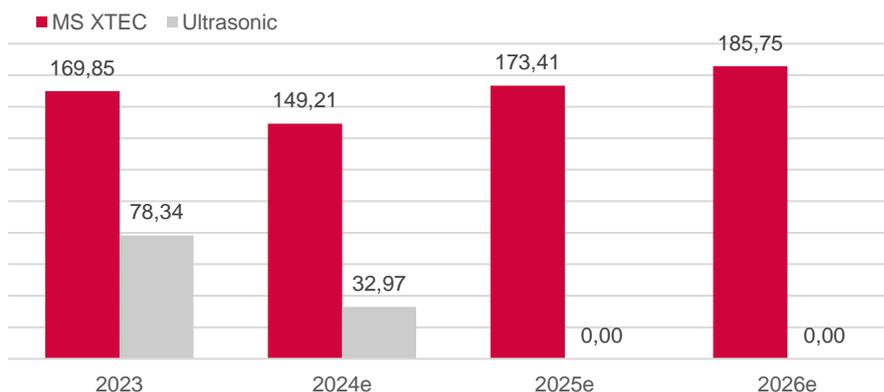
Die MS Ultraschall Technologie GmbH wird nach unseren Annahmen im laufenden Geschäftsjahr 2024 nur noch bis Ende Juli 2024 einbezogen. Danach wird die Gesellschaft als Beteiligung „at equity“ bilanziert, mit der Folge, dass das Ergebnis nach Steuern anteilig im Finanzergebnis der MS Industrie AG ausgewiesen wird. Grundsätzlich sollte die Gesellschaft im Bereich Ultraschall-Sondermaschinen von einer wieder verbesserten Auftragslage profitieren, nachdem der Strukturwandel in der Automobilindustrie (z.B. Reduzierung der Modellvielfalt) weit fortgeschritten ist. Bereits im abgelaufenen Geschäftsjahr 2023 war in diesem Bereich eine Verbesserung der Marktnachfrage und des Auftragsengangs zu verzeichnen. Der aktuelle Auftragsbestand von rund 45 Mio. € deckt bereits einen Großteil der Auslastung für das laufende Geschäftsjahr 2024 ab.

Außerhalb des Automotive-Bereichs dürfte das Unternehmen zwar von einem guten Bestand an installierten Serienmaschinen profitieren, der eine gewachsene Basis für wiederkehrende Umsätze bietet. Aufgrund der aktuell konjunkturell herausfordernden Marktsituation ist in diesem Bereich jedoch mit einer etwas schwächeren Entwicklung als im Vorjahr zu rechnen. Schließlich konnten im Bereich Ultraschall „Systeme und Komponenten“ in 2023 neue Aufträge generiert werden, darunter ein Großauftrag zum Verschweißen von Pflegehandschuhen aus Vlies, der ab dem laufenden Geschäftsjahr nennenswerte Umsätze beisteuern sollte.

Umsatz- und Ergebnisprognosen

Für das laufende Geschäftsjahr erwarten wir Umsatzerlöse in Höhe von 182,17 Mio. € (VJ: 246,70 Mio. €). Wie dargestellt, wird die rückläufige Umsatzentwicklung zum einen durch den Umsatzrückgang im Segment MS XTEC geprägt sein. Der Wegfall der Umsätze aus dem Ultraschallbereich ab August 2024 wird auch hier zu einem sichtbaren Umsatzrückgang führen.

Umsatzprognosen (in Mio. €)



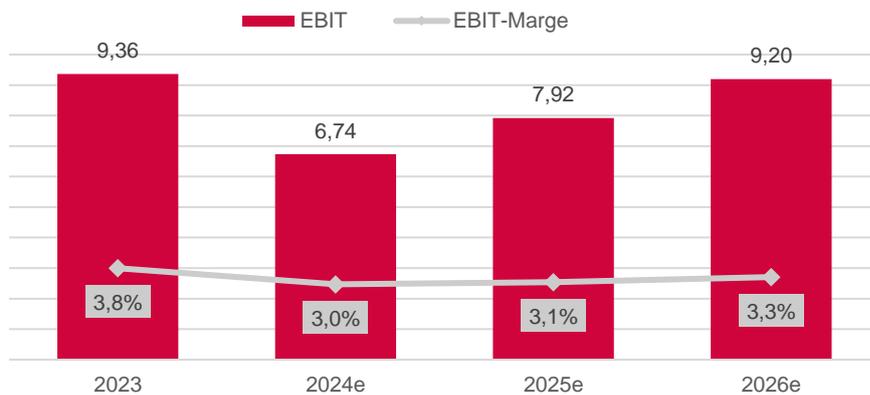
Quelle: GBC AG

Ab dem kommenden Geschäftsjahr 2025 werden die Umsätze der MS Industrie nur noch das Segment MS XTEC enthalten. Nachdem dieses zunächst, wie dargestellt, durch geringere Abrufe der Hauptkunden Daimler und Traton geprägt sein wird, sollten ab dem kommenden Geschäftsjahr 2025 der weitere Hochlauf der Traton-Umsätze, die erwarteten höheren Abrufe von Daimler sowie erste MS XTEC-Umsätze in den USA zu einem deutlichen Anstieg des Umsatzniveaus von MS XTEC führen.

Der Wegfall der Ultraschallumsätze wird sich unmittelbar auf die Ertragslage der MS Industrie AG auswirken. Zunächst wird dies entgegen der noch nicht überarbeiteten

Unternehmensplanung zu einem Rückgang des EBITDA im Geschäftsjahr 2024 und im Geschäftsjahr 2025 führen. Durch den Wegfall der Abschreibungen auf das Anlagevermögen der Ultraschallgesellschaft wird das EBIT jedoch bereits ab dem kommenden Geschäftsjahr 2025 wieder eine steigende Tendenz aufweisen, jedoch noch unter dem Niveau des Geschäftsjahres 2023 liegen.

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



Quelle: GBC AG

Auch das Finanzergebnis wird durch die anstehende Transaktion wesentlich beeinflusst. Zum einen durch den Wegfall der Finanzaufwendungen der Ultraschall-Tochter, zum anderen gehen wir davon aus, dass wesentliche Teile des Kaufpreises zur Tilgung von Darlehen verwendet werden. Darüber hinaus wird das Nachsteuerergebnis des Ultraschallsegments zukünftig anteilig im Finanzergebnis ausgewiesen. In Summe führen diese Effekte zu einem deutlichen Anstieg des Finanzergebnisses, das nach unseren Planungen ab dem Geschäftsjahr 2025 einen positiven Wert erreichen wird:

Prognose Finanzergebnis (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Schließlich ist zu beachten, dass es sich bei dem At-Equity-Ergebnisbeitrag der Ultraschallgesellschaft um das anteilige Ergebnis nach Steuern handelt. Dies wird auf Ebene des MS-Konzerns zu einer reduzierten Steuerquote führen, was wir im DCF-Bewertungsmodell ebenfalls berücksichtigt haben.

Bewertung

Modellannahmen

Die MS Industrie AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2023 bis 2025 in Phase 1, erfolgt von 2026 bis 2030 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 % (bisher: 3,0 %). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 10,0 % (bisher: 12,2%) angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 25,3 % (bisher: 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 3,0 % (bisher: 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 2,50 % (bisher 2,00 %).**

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,67 (bisher: 1,67).

Unter Verwendung der getroffenen Annahmen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten in Höhe von 11,18 % (bisher: 11,19 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90,0 % (bisher: 90,0 %) unterstellen, ergeben sich gewichtete Kapitalkosten (WACC) von 10,36 % (bisher 10,30 %).

Bewertungsergebnis

Den von uns angenommenen Transaktionseffekt in Höhe von 47,80 Mio. € haben wir als Liquiditätszufluss berücksichtigt, der den Free Cashflow im laufenden Geschäftsjahr deutlich erhöhen wird. Als neues Bewertungsergebnis haben wir einen Wert je Aktie von 2,75 € (bisher: 3,40 €) ermittelt. Der Kurszielrückgang ist im Wesentlichen auf die reduzierten Umsatz- und Ergebnisprognosen für das Segment MS XTEC zurückzuführen.

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	3,0%
EBITDA-Marge	10,0%	ewige EBITA - Marge	7,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	7,4%	effektive Steuerquote im Endwert	26,0%
Working Capital zu Umsatz	28,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	182,17	173,41	185,75	195,04	204,79	215,03	225,78	237,07	
US Veränderung	-26,2%	-4,8%	7,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,95	1,86	2,00	2,11	2,23	2,35	2,47	2,61	
EBITDA	16,11	14,81	16,09	19,50	20,48	21,50	22,58	23,71	
EBITDA-Marge	8,8%	8,5%	8,7%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
EBITA	6,74	7,92	9,20	12,62	13,62	14,67	15,77	16,92	
EBITA-Marge	3,7%	4,6%	5,0%	6,5%	6,7%	6,8%	7,0%	7,1%	7,7%
Steuern auf EBITA	-1,70	-1,84	-2,33	-3,19	-3,45	-3,71	-3,99	-4,28	
zu EBITA	25,3%	23,2%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	26,0%
EBI (NOPLAT)	5,04	6,08	6,88	9,42	10,17	10,96	11,78	12,64	
Kapitalrendite	3,5%	4,2%	4,8%	6,5%	6,9%	7,3%	7,8%	8,2%	8,8%
Working Capital (WC)	50,00	51,00	52,00	54,59	57,32	60,19	63,20	66,36	
WC zu Umsatz	27,4%	29,4%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	
Investitionen in WC	-1,10	-1,00	-1,00	-2,59	-2,73	-2,87	-3,01	-3,16	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	93,43	93,05	92,66	92,27	91,91	91,58	91,27	90,98	
AFA auf OAV	-9,37	-6,89	-6,89	-6,89	-6,86	-6,83	-6,81	-6,78	
AFA zu OAV	10,0%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	
Investitionen in OAV	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	
Investiertes Kapital	143,43	144,05	144,66	146,86	149,23	151,76	154,47	157,34	
EBITDA	16,11	14,81	16,09	19,50	20,48	21,50	22,58	23,71	
Steuern auf EBITA	-1,70	-1,84	-2,33	-3,19	-3,45	-3,71	-3,99	-4,28	
Investitionen gesamt	40,20	-7,50	-7,50	-9,09	-9,23	-9,37	-9,51	-9,66	
Investitionen in OAV	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	
Investitionen in WC	-1,10	-1,00	-1,00	-2,59	-2,73	-2,87	-3,01	-3,16	
Effekt Ultraschall-Verkauf	47,80	0,00	0,00	0,00	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	54,61	5,47	6,26	7,22	7,80	8,43	9,08	9,77	123,86

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	97,90	102,58
Barwert expliziter FCFs	35,80	34,04
Barwert des Continuing Value	62,11	68,54
Nettoschulden (Net debt)	15,40	9,46
Wert des Eigenkapitals	82,50	93,12
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	82,50	93,12
Ausstehende Aktien in Mio.	29,96	29,96
Fairer Wert der Aktie in EUR	2,75	3,11

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,58
Eigenkapitalkosten	11,2%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	4,0%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	25,0%
WACC	10,4%

Kapitalrendite	WACC				
	9,8%	10,1%	10,4%	10,7%	11,0%
8,3%	2,82	2,69	2,57	2,47	2,37
8,5%	2,92	2,79	2,66	2,55	2,45
8,8%	3,03	2,88	2,75	2,63	2,53
9,0%	3,13	2,98	2,84	2,72	2,61
9,3%	3,23	3,07	2,93	2,80	2,69

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:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<https://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:

<https://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
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