Researchstudie (Anno)

MS Industrie AG

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 19

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“

GBC AG Investment Research

MS Industrie AG[*5a,7,11]

MS Industrie AG ist nun gut aufgestellt, um am erwarteten Marktwachstum teilzunehmen

Branche: Industrie
Fokus: Metallbearbeitung mit Schwerpunkt auf Motoren- und Antriebstechnik
Gründung: 1991

Mitarbeiter: 396 (31.03.2025)
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. Im Juli 2024 hat sich die Schunk-Group mit einfacher Mehrheit an der MS Ultraschall Technologie GmbH beteiligt. Seit dem erfolgten Vollzug wird der Geschäftsbereich MS Ultrasonic nicht mehr voll konsolidiert, sondern entsprechend der Beteiligungsquote als at-equity-Vermögenswert bilanziert.

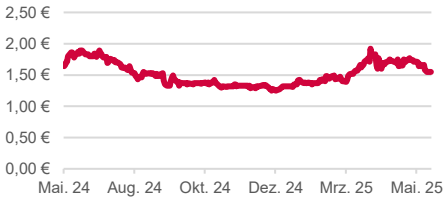
in Mio. €	GJ 23	GJ 24	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e
Umsatz	249,93	171,15	150,20	160,71	171,96
EBITDA	18,11	5,76	11,02	12,72	13,98
EBIT	8,66	-3,16	4,02	5,82	7,18
Jahresüberschuss	4,56	-3,90	1,94	3,86	5,59
Gewinn je Aktie	0,15	-0,13	0,06	0,13	0,19
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EV/Umsatz	0,28	0,41	0,47	0,44	0,41
EV/EBITDA	3,88	12,19	6,37	5,52	5,02
EV/EBIT	8,11	-22,19	17,46	12,06	9,77
KGV	10,39	-12,14	24,45	12,28	8,47
KBV	0,73	0,78			

Investment Case

- Geschäftsjahr 2024 vom Verkauf des Ultraschallsegments deutlich gekennzeichnet. Umsatzerlöse dadurch auf 171,15 Mio. € (VJ: 249,93 Mio. €) und EBITDA auf 5,76 Mio. € (VJ: 18,11 Mio. €) jeweils spürbar unter Vorjahreswert.
- Verkauf des Ultraschallsegments wurde zur deutlichen Rückführung von Verbindlichkeiten und damit zur Verbesserung der Bilanzrelationen genutzt. Finanzverschuldung auf 20,26 Mio. € (31.12.23: 50,53 Mio. €) erheblich gemindert, EK-Quote auf 44,0 % (31.12.23: 35,1 %) spürbar gesteigert. Finanzanlagen steigen auf 18,66 Mio. € (31.12.23: 2,89 Mio. €) ebenfalls stark an.
- Positive Tendenz im ersten Quartal 2025 sichtbar. Dabei steigt der Auftragsbestand in den ersten drei Monaten 2025 um 12,2 % auf 81,2 Mio. € an. Es liegt eine insgesamt aufgehellte Stimmung vor.
- Aufträge auch aus dem Offroad-Bereich steigen an und lassen eine Reduktion des Klumpenrisikos erwarten.
- Automatisierung in der Produktion weitestgehend abgeschlossen. Margensteigerungen erwartet und CAPEX sollte in den Folgejahren deutlich unter das Niveau der Vorjahre fallen.
- Für die fortgeführten Bereiche Umsatzwachstum von jeweils 7,0 % erwartet. EBITDA-Marge sollte bis um Ende unserer Schätzperiode (2027e) auf 8,1 % ansteigen.
- Kursziel steigt auf 2,90 €, Rating: KAUFEN

Rating: KAUFEN
Kursziel: 2,90 € (bisher: 2,55 €)

Aktie und Stammdaten



Schlusskurs 04.06.25	1,58 EUR
Börsenplatz	XETRA
ISIN	DE0005855183
WKN	585518
Aktienzahl (in Mio.)	30,00
MCap (in Mio. EUR)	47,34
Enterprise Value (in Mio. EUR)	70,18
Transparenzlevel	Freiverkehr
Marktsegment	m:access
GJ-Ende	31.12.
Rechnungslegung	HGB

Aktionärsstruktur

Vorstand/Management	10%
Institutionelle Investoren	37%
Free Float	53%

Finanztermine

01.07.25	Hauptversammlung
August 25	Halbjahresbericht 2025
November 25	9-Monatszahlen 2025

Analysten

Cosmin Filker (filker@gbc-ag.de)
Matthias Greiffenberger (greiffenberger@gbc-ag.de)

Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
28.11.24: RS / 2,55 / KAUFEN
16.09.24: RS / 2,75 / KAUFEN
11.06.24: RS / 2,75 / KAUFEN
05.12.23: RS / 3,40 / KAUFEN
** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen werden

Fertigstellung: 05.06.2025 (09:20 Uhr)
Erste Weitergabe: 05.06.2025 (10:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2025

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 20

EXECUTIVE SUMMARY

Das abgelaufene Geschäftsjahr 2024 stand bei der MS Industrie AG im Zeichen der Veräußerung des Ultraschall-Geschäfts an die Schunk Sonosystems GmbH. Seit dem 5.07.2024 ist die ehemalige Ultraschall-Tochtergesellschaft nicht mehr Teil des MS-Konzerns und wird entsprechend der verbliebenen Beteiligungsquote von 49 Prozent als At-Equity-Beteiligung aufgeführt. Neben dem Wegfall des Umsatz- und Ergebnisbeitrags des Ultraschall-Segments, das nur noch im ersten Halbjahr vollkonsolidiert war, war die Geschäftsentwicklung der MS Industrie AG zusätzlich von niedrigeren Abrufzahlen der Lkw-Kunden betroffen. Dies war eine Folge der Marktbedingungen, die einen allgemeinen Rückgang der Zulassungszahlen vorgeben. Auf der anderen Seite wurden zuvor kundenseitig aufgebaute Lagerbestände abgebaut, was einen zusätzlichen negativen Effekt hatte.

Demzufolge reduzierten sich die Umsatzerlöse deutlich auf 171,15 Mio. € (VJ.: 249,93 Mio. €). Aufgrund der nur noch teilweisen Konzernzugehörigkeit reduzierten sich die Umsätze des veräußerten Ultraschallbereichs auf 30,78 Mio. € (VJ.: 81,22 Mio. €). Auch die Umsätze der fortgeführten MS XTEC lagen mit 140,37 Mio. € (VJ: 168,71 Mio. €) unter dem Vorjahreswert. Bezüglich der im November 2024 angepassten Guidance, in der für das Gesamtjahr 2024 Umsatzerlöse in Höhe von rund 170 Mio. € in Aussicht gestellt wurden, ist der erreichte Umsatz eine Punktlandung.

Analog zur Umsatzreduktion lag das EBITDA mit 5,76 Mio. € (VJ.: 18,11 Mio. €) ebenfalls spürbar unter dem Vorjahreswert. Hier machte sich sowohl der Wegfall des Ergebnisbeitrags des Ultraschallbereichs bemerkbar, als auch der Umsatzrückgang der MS XTEC. Darüber hinaus wurde das EBITDA durch einen Entkonsolidierungseffekt in Höhe von 1,8 Mio. € negativ beeinflusst. Bereinigt um diesen Effekt liegt das EBITDA bei 7,56 Mio. € (VJ: 18,11 Mio. €), was einer EBITDA-Marge von 4,4 % entspricht. Erwartungsgemäß lag das Nettoergebnis mit -3,90 Mio. € (VJ: 4,56 Mio. €) im negativen Bereich.

Die Entwicklung der ersten drei Monate des Jahres 2025 reiht sich in das abgelaufene Geschäftsjahr ein. Durch den Wegfall des Umsatz- und Ergebnisbeitrags des Ultraschallsegments verzeichnet die Gesellschaft sowohl auf Umsatz- als auch auf Ergebnisebene jeweils einen Rückgang. So reduzierte sich der Umsatz auf 36,2 Mio. € (VJ: 54,1 Mio. €) und das EBITDA auf 1,5 Mio. € (VJ: 4,6 Mio. €). Im Quartalsvergleich ist jedoch ein positiver Trend zu den Vorquartalen sichtbar. Insbesondere der Auftragsbestand, der die gesicherten Kundenabrufe der kommenden sechs Monate darstellt, stieg auf 81,2 Mio. € und lag damit 12,2 % über dem Wert vom 31.12.2024.

Auf dieser Grundlage rechnet das Management der MS Industrie AG für das laufende Geschäftsjahr mit Umsatzerlösen in Höhe von 150 Mio. €, begleitet von einer deutlichen Ergebnisverbesserung. Neben den positiven Signalen von Kundenseite sollte das laufende Geschäftsjahr vom Wegfall des Entkonsolidierungseffektes sowie von einer unterproportionalen Kostenentwicklung (Automation) geprägt sein. In unseren Prognosen orientieren wir uns daran und rechnen mit Umsätzen in Höhe von 150,20 Mio. € sowie einem EBITDA in Höhe von 11,02 Mio. €. Für die Folgejahre unterstellen wir ein Umsatzwachstum in Höhe von 7,0 % sowie eine weitere leichte Margenverbesserung.

Im Rahmen des Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 2,90 € ermittelt. Wir vergeben das Rating KAUFEN.

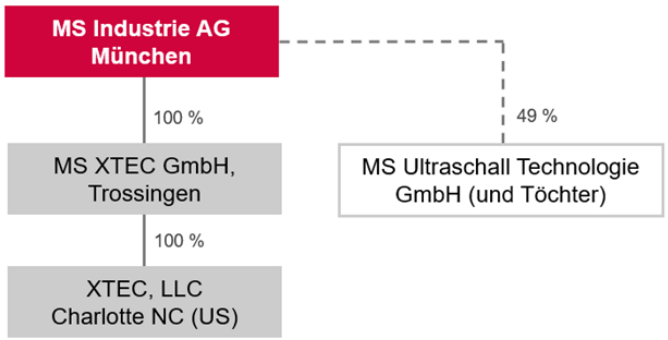
INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary 3
Unternehmen 5
Markt und Marktumfeld 6
Gesamtmarkt für schwere Nutzfahrzeuge 6
Marktentwicklung wichtige Schlüsselkunden 6
Geschäftsentwicklung 2024 8
Umsatzentwicklung 2024 8
Ergebnisentwicklung 2024 9
Bilanz- und Finanzlage zum 31.12.2024 11
Geschäftsentwicklung Q1 2025 12
Prognosen und Modellannahmen 13
Umsatzprognosen 2025 - 2027 13
Ergebnisprognosen 2025 - 2027 15
Bewertung 16
Modellannahmen 16
Bestimmung der Kapitalkosten 16
Bewertungsergebnis 16
DCF Modell 17
Zahlen im Überblick 18
Anhang 19

UNTERNEHMEN

Nach der im Juli 2024 erfolgten mehrheitlichen Veräußerung des Ultraschall-Geschäftes wird die Geschäftstätigkeit der MS Industrie AG derzeit ausschließlich von der MS XTEC GmbH repräsentiert. Die Ultrasonic-Gruppe ist nach der Veräußerung kein Bestandteil des Konsolidierungskreises mehr, dieses Geschäftsfeld ist dennoch bedeutend für die Geschäftsentwicklung der MS Industrie AG. Denn die MS Industrie AG wird anteilig 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 wurde. Üblicherweise hängt der Preis solcher Vereinbarungen von der Geschäftsentwicklung des Zielunternehmens ab, weswegen diese weiterhin eine hohe Relevanz für die MS Industrie-Gruppe hat.

Vereinfachter Konsolidierungskreis



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Die MS-Gruppe ist heute als Single-Source-Anbieter von automobilen Komplettsystemen vor allem in Europa tätig. Diese kommen vor allem bei schweren Verbrennungsmotoren, in Nutzfahrzeugen oder auch in Offroad-Anwendungen zum Einsatz. In der Produktion wird eine große Bandbreite von der Kleinserien- bis zur Großserienfertigung abgedeckt. Beispiele für Produkte sind Kipphebel und Ventiltriebsysteme.

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 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.

MARKT UND MARKTUMFELD

Nach dem mehrheitlichen Verkauf des Ultraschallsegments an die Schunk Sono-Systems GmbH wird die Geschäftstätigkeit der MS Industrie AG nun von der Tochtergesellschaft MS XTEC repräsentiert. Das für die Gesellschaft relevante Marktumfeld hat sich damit deutlich in Richtung Antriebstechnik verschoben. In diesem Bereich ist die Gesellschaft vorwiegend als Tier-1-Lieferant von Systemen und Komponenten für schwere Verbrennungsmotoren, insbesondere für Nutzfahrzeuge, tätig. Wenngleich der Anteil der Off-Highway-Anwendungen sowie des Bereichs Hybrid und E-Mobility künftig zunehmen sollte, ist der Bereich der On-Highway-Kunden mit 71 % für die MS Industrie AG immer noch dominant. Hier stechen die beiden Schlüsselkunden Daimler Truck und die Traton-Gruppe heraus.

Gesamtmarkt für schwere Nutzfahrzeuge

Die europäischen Zulassungszahlen für schwere Nutzfahrzeuge (über 16 Tonnen) zeigen für das abgelaufene Kalenderjahr einen spürbaren Rückgang um 8,5 % auf 268.952 Fahrzeuge (VJ: 293.950 Fahrzeuge). Die eingetrübten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen haben sich gesamteuropäisch in einer verhaltenen Investitionsbereitschaft niedergeschlagen. Als Spiegelbild der konjunkturellen Entwicklung sind dabei auch die deutlich rückläufigen Neuzulassungen in Deutschland zu verstehen, die mit -12,7 % besonders stark zurückgingen. In Frankreich (-2,4 %), Italien (-1,8 %) und Großbritannien (-7,7 %) war ein geringerer Rückgang zu verzeichnen. In Spanien stiegen die Neuzulassungszahlen sogar um 11,7 % an.

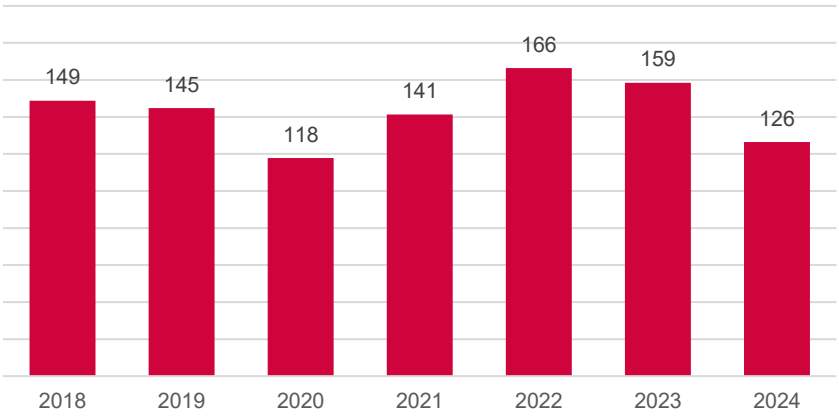
Die Folge der Investitionszurückhaltung ist ein weiterer Anstieg des Durchschnittsalters der zugelassenen schweren Nutzfahrzeuge auf 14,1 Jahre (2022: 13,9 Jahre). Insbesondere vor dem Hintergrund zunehmend strengerer Grenzwerte für Abgasemissionen zeigt das zunehmende Flottenalter einen hohen Neuinvestitionsbedarf an. Gemäß einer im Juni 2019 beschlossenen EU-Verordnung müssen die spezifischen CO_2-Emissionen ab 2025 um 15 % niedriger sein als der Referenzwert (Vergleichsflotte 2019/20). Ab 2030 soll eine Verringerung um 30 % erreicht werden. Neuere Motorengenerationen sind speziell darauf ausgerichtet, Kraftstoff zu sparen und den CO_2-Ausstoß zu reduzieren.

Angesichts der Tatsache, dass rund 75 % des gesamten Warenverkehrs in Europa durch schwere Nutzfahrzeuge gedeckt werden, wird nach der rückläufigen Nachfrage im Jahr 2024 von einer dynamischen Marktentwicklung ausgegangen. Laut einer Marktanalyse von Technavio wird für den Zeitraum 2025 bis 2029 in Europa ein durchschnittliches Marktwachstum von 8,5 % pro Jahr erwartet.

Marktentwicklung wichtige Schlüsselkunden

Analog zur Gesamtmarktentwicklung musste **Daimler Trucks**, der größte Kunde der MS Industrie AG, im Jahr 2024 erneut einen Rückgang bei den verkauften Einheiten hinnehmen. Im Segment Mercedes-Benz Trucks wurden insgesamt 126.477 Einheiten (VJ: 158.511) verkauft, was einem signifikanten Rückgang von 20,2 % gegenüber dem Vorjahr entspricht. Besonders stark war der Rückgang in der Region EU30, in der die extrem schwache Marktnachfrage zu einem Absatzrückgang in Höhe von rund 35 % geführt hat. Die von Daimler Trucks zu Beginn des vergangenen Jahres ausgegebene Prognose, die einen Absatz von 140 bis 160 Tsd. Fahrzeugen in Aussicht stellte, wurde damit klar verfehlt.

Absatzentwicklung Segment Mercedes Benz



Quelle: Daimler Trucks AG; GBC AG

Auf den ersten Blick erwartet Daimler Trucks für das laufende Geschäftsjahr zwar eine Verbesserung der Auslieferungszahlen auf 160 bis 180 Tausend Fahrzeuge. Dieser starke Anstieg ist jedoch unter anderem auf eine Neusegmentierung zurückzuführen. Ab 2025 sind im Segment Mercedes-Benz auch die Regionen China und Indien enthalten. Bereinigt um diesen Effekt erwartet die Gesellschaft am unteren Ende jedoch nur eine seitwärts gerichtete Entwicklung; am oberen Ende könnte sogar ein Anstieg von ca. 15 % vorliegen. Allerdings stehen diese Prognosen unter dem starken Einfluss aktueller politischer und wirtschaftlicher Unsicherheiten.

Ein weiterer wichtiger Schlüsselkunde ist die **Traton**-Gruppe mit ihren Marken Scania, MAN, International (ehemals Navistar) und VW Truck & Bus. Zwar musste die Traton-Gruppe mit dem Verkauf von 278.130 Einheiten im Jahr 2024 nur einen leichten Rückgang von 1,1 % hinnehmen (VJ: 281.290 Einheiten), auch dieser Schlüsselkunde war jedoch von der schwachen Entwicklung in Europa betroffen. In der Region EU27+3 wurden 15,4 % weniger Trucks verkauft, wozu Deutschland mit einem Rückgang von 18,7 % maßgeblich beitrug. Auch die Traton-Gruppe führt die rückläufige Investitionsbereitschaft in der Bauindustrie und bei den Speditionen auf die schwache konjunkturelle Entwicklung zurück.

Die Traton-Gruppe erwartet für das laufende Geschäftsjahr eine Fortsetzung der Trends des vergangenen Geschäftsjahres. Die aktuellen geopolitischen Risiken sorgen jedoch für zusätzliche Unsicherheit. Insbesondere für die Region EU27+3 und Nordamerika erwartet das Unternehmen einen spürbaren Marktrückgang. Als Lichtblick ist jedoch der Auftragseingang des ersten Quartals zu werten. Gruppenweit lagen die Orderzahlen für Trucks mit 58 891 Einheiten (VJ: 53 034 Einheiten) um 11,0 % über dem Vorjahreswert. Das Traton-Management rechnet für die Gesamtgruppe für 2025 mit Umsatzerlösen in einer Bandbreite von -5 % bis +5 %.

Für den verbliebenen vollkonsolidierten Geschäftsbereich der MS Industrie AG liegt demnach ein schwieriges Marktumfeld vor. Beide Schlüsselkunden erwarten eine seitwärts gerichtete Umsatzentwicklung. Europa präsentiert sich hier jedoch weiterhin ausgesprochen schwach. Mittelfristig deuten die aktuellen Markttendenzen jedoch auf eine Marktbelebung hin. Allein die zunehmende Flottenalterung und die notwendigen Reduktionen der Emissionen müssten zu einem Anstieg der Neuinvestitionen führen.

GESCHÄFTSENTWICKLUNG 2024

GuV in Mio. €	GJ 2021	GJ 2022	GJ 2023	GJ 2024
	IFRS	IFRS	HGB	HGB
Umsatz	164,67	206,16	249,93	171,15
EBITDA	9,12	15,08	18,11	7,56*
EBITDA-Marge	5,5%	7,3%	7,2%	4,4%
EBIT	-4,43	2,73	8,66	-1,36*
EBIT-Marge	neg.	1,3%	3,5%	neg.
Jahresüberschuss	-4,00	1,18	4,56	-3,90
EPS in €	-0,13	0,04	0,15	-0,13

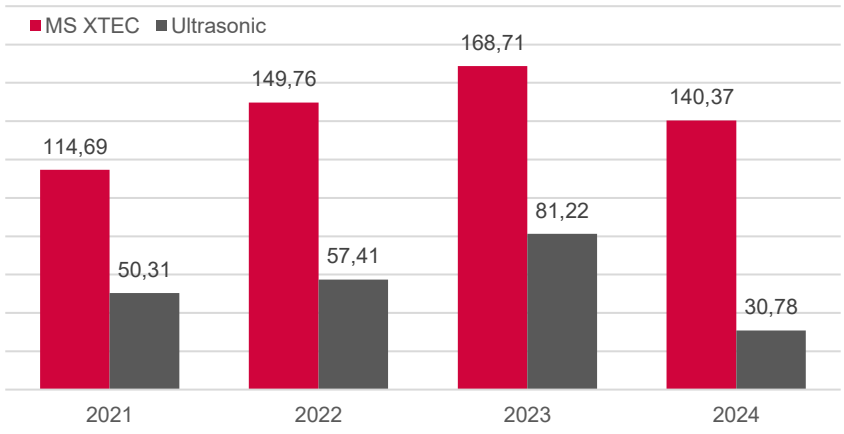
*Quelle: MS Industrie AG; GBC AG; *bereinigt um Entkonsolidierungseffekt (1,80 Mio. €)*

Umsatzentwicklung 2024

Für das abgelaufene Geschäftsjahr 2024 hat die MS Industrie AG den Geschäftsbericht nach den HGB-Rechnungslegungsvorschriften erstellt und die Vorjahreszahlen rückwirkend daran angepasst. Für die vorhergehenden Geschäftsjahre galt der IFRS-Standard, weshalb ein Vergleich der Umsatz- und Ergebniskennzahlen mit Einschränkungen behaftet ist. Neben leichten Änderungen bei der Umsatzerzielung ergeben sich insbesondere Änderungen auf Ebene des EBITDAs. Dieses fällt nach HGB unter anderem aufgrund des Wegfalls von IFRS 16 niedriger aus.

Für das abgelaufene Geschäftsjahr 2024 weist die Gesellschaft erwartungsgemäß einen deutlichen Umsatzrückgang auf 171,15 Mio. € (VJ: 249,93 Mio. €) auf. Dieser hängt hauptsächlich mit der Entkonsolidierung der Ultraschallsparte zusammen, die zum 05.07.2024 mehrheitlich (51 %) an die Schunk-Gruppe veräußert wurde. Seit diesem Zeitpunkt ist die Ultraschallsparte nur noch eine At-Equity-Beteiligung, deren Nachsteuerergebnis im Finanzergebnis der MS Industrie AG berücksichtigt wird. Im Geschäftsjahr 2023 hat der Ultraschall-Bereich Umsatzerlöse in Höhe von 81,22 Mio. € erzielt. Aufgrund der nur sechsmonatigen Zugehörigkeit zum Konzernkreis war der Umsatzbeitrag des Ultraschall-Segments mit 30,78 Mio. € deutlich niedriger als im Vorjahr.

Umsatzerlöse nach bisheriger Segmentierung (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Ein Teil des Umsatzrückgangs ist jedoch auch auf eine Umsatzschwäche im fortgeführten Bereich MS XTEC zurückzuführen. Dieser hat sich um 16,8 % auf

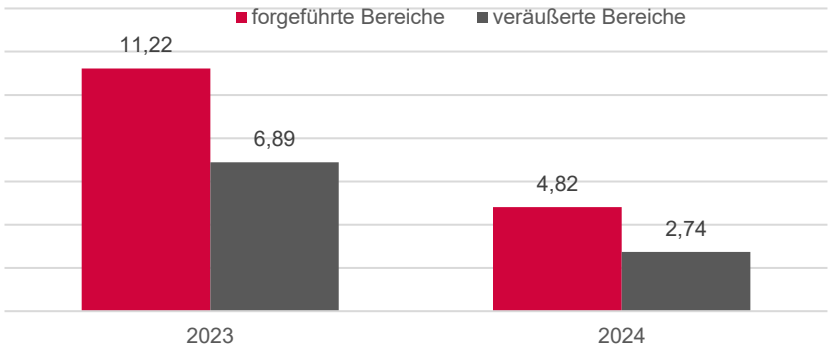
140,37 Mio. € (VJ: 168,71 Mio. €) reduziert. Niedrige Abrufzahlen der Lkw-Kunden sowie der kundenseitige Abbau zuvor aufgebauter Lagerbestände haben die Geschäftsentwicklung in diesem Segment erheblich negativ beeinflusst. Insgesamt ist die Entwicklung der MS XTEC spiegelbildlich zur Gesamtmarktentwicklung zu verstehen. Sowohl Daimler Trucks (-20,2 %) als auch die Traton-Gruppe (-15,4 %), zwei Schlüsselkunden der MS Industrie, mussten in den für die Gesellschaft relevanten Regionen deutliche Minderungen bei den verkauften Einheiten hinnehmen.

Bezüglich der im November 2024 angepassten Guidance, in der für das Gesamtjahr 2024 Umsatzerlöse in Höhe von rund 170 Mio. € in Aussicht gestellt wurden, ist der erreichte Umsatz eine Punktlandung. Die mit der Veröffentlichung des Geschäftsberichtes 2023 ausgegebene Unternehmenserwartung eines Konzernumsatzes in Höhe von 225 Mio. € hatte den Verkauf des Ultraschall-Segments nicht berücksichtigt und eine bessere Entwicklung der MS XTEC unterstellt.

Ergebnisentwicklung 2024

Neben der spürbaren Umsatzreduktion geht der Verkauf des margenstärkeren Ultraschall-Segments auch mit einer deutlichen Minderung des operativen Ergebnisses einher. Das EBITDA vor negativem Entkonsolidierungseffekt minderte sich dabei von 18,11 Mio. € (GJ 2023) auf 7,56 Mio. €. Die entsprechende EBITDA-Marge reduzierte sich auf 4,4 % (VJ: 7,2 %). Auf der einen Seite findet sich hier der niedrigere EBITDA-Beitrag der Ultraschall-Tochter in Höhe von 2,74 Mio. € (VJ: 6,89 Mio. €) wieder, die nur die Hälfte des Geschäftsjahres zum Konzernergebnis beigetragen hat. Analog zur insgesamt rückläufigen Geschäftsentwicklung im fortgeführten Segment MS XTEC ist zudem ein spürbarer Rückgang des EBITDA auf 4,82 Mio. € (VJ: 11,22 Mio. €) sichtbar.

EBITDA-Beitrag fortgeführte und veräußerte Bereiche (in Mio. €)*



*Quelle: MS Industrie AG; GBC AG; *ohne Entkonsolidierungseffekt (1,8 Mio. €)*

Mit der Veräußerung des Ultraschall-Segments wurde ein negatives Veräußerungsergebnis in Höhe von rund 1,8 Mio. € im sonstigen betrieblichen Aufwand ausgewiesen. Dabei lagen die für die Veräußerung erhaltene Gegenleistung sowie der erstmals aktivierte At-Equity-Wert der verbliebenen 49 % an der MS UTG in Summe um 1,8 Mio. € unterhalb der veräußerten Vermögenswerte. Nach Berücksichtigung dieses Sondereffekts weist die MS Industrie AG ein EBITDA in Höhe von 5,76 Mio. € (VJ: 18,11 Mio. €) aus.

Die Veräußerung der MS UTG wird sich perspektivisch positiv auf das EBT auswirken. Einerseits wurden die Finanzverbindlichkeiten der Ultraschall-Tochter entkonsolidiert und die zugeflossenen Mittel zur Rückführung von gruppenweiten

Bankverbindlichkeiten genutzt. Andererseits wird das Nachsteuerergebnis der MS UTG entsprechend der Beteiligungsquote künftig im Finanzergebnis erfasst, sodass insgesamt eine deutliche Verbesserung des Finanzergebnisses zu erwarten ist. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2024 kommen diese Effekte jedoch noch nicht vollumfänglich zum Tragen. Aufgrund der ebenfalls unter den Erwartungen gebliebenen Entwicklung der MS UTG fiel das anteilige Finanzergebnis mit 0,17 Mio. € gering aus. Da die Rückführung der Bankverbindlichkeiten erst unterjährig erfolgte, lag der Finanzaufwand mit -4,47 Mio. € (VJ: -4,33 Mio. €) sogar höher als im Vorjahr. Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir hier mit einer Verbesserung.

Unterm Strich haben der rückläufige Umsatz, der Wegfall margenstarker Umsätze, die noch fehlenden positiven Auswirkungen im Finanzergebnis sowie der negative Entkonsolidierungseffekt zu einem negativen Nachsteuerergebnis in Höhe von -3,90 Mio. € (VJ: 4,56 Mio. €) geführt.

Bilanz- und Finanzlage zum 31.12.2024

in Mio. €	31.12.2023	31.12.2024
Eigenkapital (EK-Quote)	64,83 (35,1%)	60,51 (44,0%)
Operatives AV	75,17	66,99
Finanzanlagen	2,89	18,66
Finanzverschuldung	66,53	43,79
Liquide Mittel	2,12	2,29
Cashflow (operativ)	21,15	4,15
Cashflow (Investition)	-6,75	29,20
Cashflow (Finanzierung)	-13,48	-10,50

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Da sich ein Bruch in der Rechnungslegung stärker auf die Bilanzkennzahlen auswirkt, beschränken wir die Bilanzanalyse auf die beiden letzten Stichtage, für die eine HGB-Bilanz aufgestellt wurde. Die Entkonsolidierung der veräußerten MS UTG führte dabei in erster Linie zu einem starken Anstieg des Investitions-Cashflows auf 29,20 Mio. € (Vj.: -6,75 Mio. €) und somit auch zu einem Anstieg des freien Cashflows auf 33,35 Mio. € (VJ: 14,40 Mio. €). Neben den erhaltenen Mitteln führten die mit dem Verkauf abgegebenen Kontokorrentverbindlichkeiten zu einem Liquiditätszufluss in Höhe von 34,88 Mio. €. Dieser wurde zur Rückführung von Verbindlichkeiten genutzt, was sich im negativen Finanzierungs-Cashflow in Höhe von -10,50 Mio. € (VJ: -13,48 Mio. €) widerspiegelt.

Neben der Rückführung von Bankverbindlichkeiten hat die Entkonsolidierung der Ultraschall-Schulden insgesamt zu einer deutlichen Reduzierung der Finanzverschuldung auf 43,79 Mio. € (Stand: 31.12.2023: 66,53 Mio. €) geführt. Per 31.12.2024 setzt sich diese aus Bankverbindlichkeiten in Höhe von 11,91 Mio. €, Anleiheverbindlichkeiten in Höhe von 8,35 Mio. € sowie aus Mietkaufverträgen in Höhe von 23,53 Mio. € zusammen. Angesichts der deutlichen Verbesserung der Finanzierungsstruktur ist für die Folgejahre mit niedrigeren Zinsaufwendungen zu rechnen. Darüber hinaus dürften die Zinserträge, die nun anteilig das Nachsteuerergebnis der Ultraschall-Gesellschaft enthalten, deutlich zunehmen. Der Wertansatz des verbliebenen 49%-Anteils an der Ultraschall-Gesellschaft beläuft sich zum 31.12.2024 auf 17,18 Mio. €.

Ein weiterer Aspekt der UTG-Veräußerung ist die sichtbare Bilanzverkürzung. Trotz einer ergebnisbedingten leichten Reduktion des Eigenkapitals auf 60,51 Mio. € (Stand: 31.12.2023, zuvor: 64,83 Mio. €) stieg die EK-Quote auf 44,0 % (Stand: 31.12.2023, zuvor: 35,1 %).

Insgesamt hat der Verkauf des Ultraschallgeschäfts mehrheitlich zu einer deutlichen Verbesserung der Bilanzstrukturen geführt. Einerseits wurde die Finanzverschuldung zurückgeführt und das Finanzvermögen aufgebaut, andererseits wurde die Bilanz deutlich verkürzt, was zu einem spürbaren Anstieg der EK-Quote geführt hat.

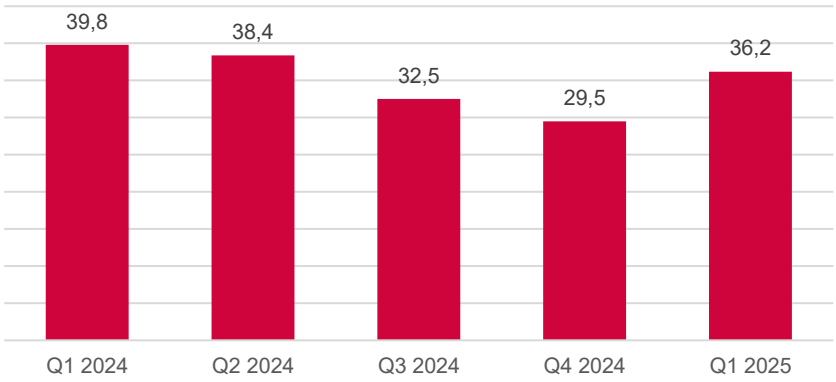
Geschäftsentwicklung Q1 2025

GuV (in Mio. €)	Q1 2023	Q1 2024	Q1 2025
Umsatzerlöse	61,2	54,1	36,2
EBITDA (EBITDA-Marge	4,6 (7,5%)	4,6 (8,5%)	1,5 (4,1%)
EBIT (EBIT-Marge)	2,3 (4,3%)	2,1 (3,9%)	-0,3 (neg.)
EAT	1,1	0,6	-1,3

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Auf den ersten Blick sind die Umsätze der MS Industrie AG im ersten Quartal 2025 mit 36,2 Mio. € (VJ: 54,1 Mio. €) um 33,1 % spürbar zurückgegangen. Betrachtet man jedoch die Zahlen genauer, fällt der bereinigte Umsatzrückgang um den Verkauf des Ultraschall-Geschäfts mit 9,7 % auf 36,2 Mio. € (VJ: 40,1 Mio. €) moderater aus. Die im Juli 2024 mehrheitlich veräußerte Ultraschall-Tochter hatte im ersten Quartal 2024 noch Umsatzerlöse in Höhe von rund 14 Mio. € zum Konzernumsatz beigesteuert. Der verbleibende Umsatzrückgang in den fortgeführten Geschäftsbereichen ist maßgeblich eine Folge der auch im ersten Quartal rückläufigen Nachfrageentwicklung. Dies gilt für den Vergleich zum Vorjahresquartal. Beim Vergleich zu den Vorquartalen wird hingegen ein positiver Trend sichtbar. Aufgrund gestiegener Auftragseingänge wird für das erste Quartal 2025 eine Trendumkehr bei der zuletzt rückläufigen Geschäftsentwicklung erwartet.

Umsatzerlöse Q1 2024 – Q1 2025 (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Analog zur Umsatzentwicklung hat der Wegfall des Ergebnisbeitrags des UTG-Segments zu einer sichtbaren Minderung des EBITDA auf 1,5 Mio. € (VJ: 4,6 Mio. €) geführt. Ein Vergleich mit den beiden vorhergehenden Quartalen, in denen das Ultraschall-Segment nicht mehr enthalten war, zeigt jedoch eine positive Tendenz. Gegenüber dem EBITDA des dritten Quartals 2024 (-0,3 Mio. €) bzw. des vierten Quartals 2024 (-0,7 Mio. €) wurde nun wieder die Gewinnschwelle überschritten. Aufgrund des noch niedrigen Umsatzniveaus wurden bei den nachfolgenden Ergebnisebenen (EBIT, EBT, EAT) jeweils negative Werte ausgewiesen.

PROGNOSEN UND MODELLANNAHMEN

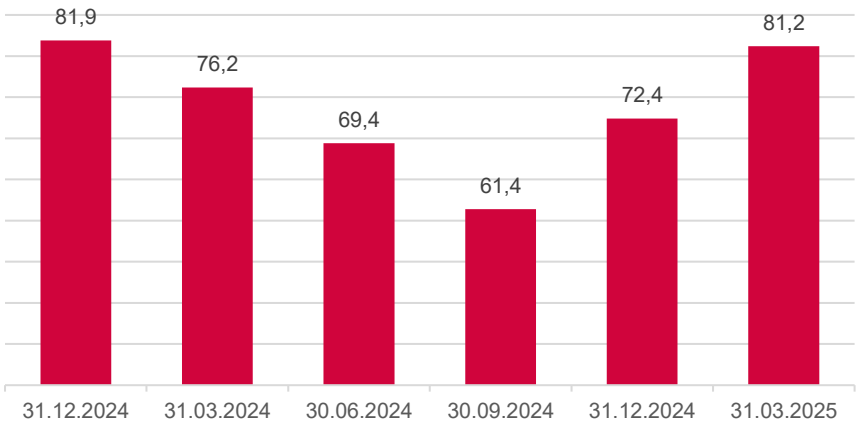
GuV in Mio. €	GJ 2024	GJ 2025e	GJ 2026e	GJ 2027e
Umsatz	171,15	150,20	160,71	171,96
EBITDA	7,56*	11,02	12,72	13,98
EBITDA-Marge	4,4%	7,3%	7,9%	8,1%
EBIT	-1,36*	4,02	5,82	7,18
EBIT-Marge	neg.	2,7%	3,6%	4,2%
Jahresüberschuss	-3,90	1,94	3,86	5,59
EPS in €	-0,13	0,06	0,13	0,19

*Quelle: GBC AG; *bereinigt um Entkonsolidierungseffekt in Höhe von 1,80 Mio. €*

Umsatzprognosen 2025 - 2027

Für das Geschäftsjahr 2025 rechnet das Management der MS Industrie im fortgeführten Geschäftsbereich MS XTEC mit einer Umsatzsteigerung von rund 7 % auf 150 Mio. €. Trotz der aktuell noch nicht absehbaren Effekte aus der Fortsetzung des Krieges in der Ukraine und der US-amerikanischen Zollpolitik sieht die Gesellschaft ein leicht aufgehelltes Marktumfeld. Nachdem das abgelaufene Geschäftsjahr noch von marktbedingten, rückläufigen Kundenabrufen geprägt war, dürften die kundenseitigen Überbestände der vergangenen Perioden weitgehend abgebaut sein. Dies könnte zu einem Nachfrageanstieg führen. Ein wichtiger Aspekt ist dabei der wieder gestiegene Auftragsbestand, der per 31.03.2025 mit 81 Mio. € um 12,2 % über dem Wert zum 31.12.2024 lag. Nach der rückläufigen Auftragsentwicklung im vergangenen Jahr ist nun eine deutliche Trendumkehr zu beobachten. Mit einem Zeitversatz von gerade einmal einem Quartal dürfte dies zu einer sichtbaren Umsatzsteigerung führen.

6-Monats-Auftragsbestand (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Auf den ersten Blick erwartet Daimler Trucks für das laufende Geschäftsjahr zwar eine Verbesserung der Auslieferungszahlen auf 160 bis 180 Tausend Fahrzeuge. Dieser starke Anstieg ist jedoch unter anderem auf eine Neusegmentierung zurückzuführen. Ab 2025 sind im Segment Mercedes-Benz auch die Regionen China und Indien enthalten. Bereinigt um diesen Effekt erwartet die Gesellschaft am unteren Ende jedoch nur eine seitwärts gerichtete Entwicklung; am oberen Ende könnte sogar ein Anstieg von ca. 15 % vorliegen. Allerdings stehen diese Prognosen unter dem starken Einfluss aktueller politischer und wirtschaftlicher Unsicherheiten.

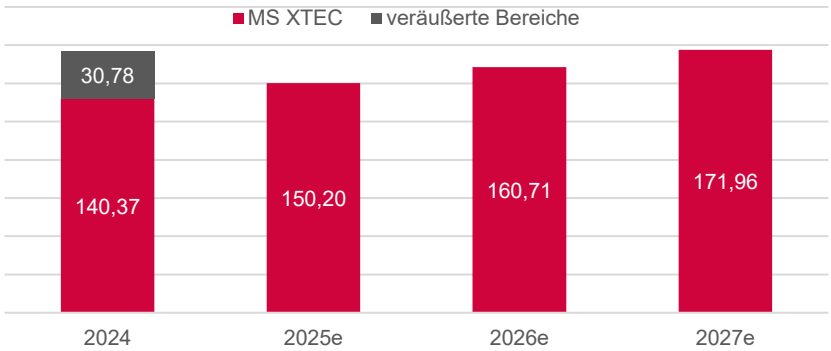
Die Traton-Gruppe, der zweitwichtigste Schlüsselkunde der MS Industrie AG, erwartet zwar für die Region EU27+3 sowie für Nordamerika einen weiteren Marktrückgang für 2025, der Auftragseingang ist aber als Lichtblick zu betrachten. Unternehmensweit lagen die Orderzahlen im ersten Quartal 11,0 % über dem Vorjahreswert. Daher erwartet Traton eine seitwärts gerichtete Umsatzentwicklung in einer Bandbreite von -5 % bis 5 %.

Darüber hinaus sollten aber auch Kunden außerhalb der Lkw-Sparte an Bedeutung gewinnen, um die Umsatzbasis konjunkturunabhängiger aufzustellen. Bei der Gewinnung von Serienaufträgen konzentriert sich die Gesellschaft auf Kunden aus dem Off-Road-Bereich, also auf Baumaschinenhersteller, sowie auf Teile für Hydraulik-, Hybrid- und Elektroanwendungen. Insbesondere der systematische Ausbau der Aktivitäten in den USA soll hierzu beitragen. Im Laufe des Jahres sollen erste Aufträge vom US-amerikanischen Standort aus bearbeitet werden. Die Zielmärkte dieses Standortes, der sich auf kleine bis mittlere Losgrößen konzentriert, sollen in den Bereichen Medizin, Luftfahrt, Ersatzteilwesen, Defense und Industrie liegen. Damit soll die Abhängigkeit vom Automotive-Sektor künftig weiter reduziert werden. In diesem Zusammenhang hat die MS Industrie AG Ende Februar 2025 über eine Vertragsverlängerung mit einem langjährigen Kunden aus dem Bereich der Offroad-Motoren berichtet. Die Vertragsverlängerung sowie die Erweiterung des zu liefernden Produktspektrums umfassen bis Ende 2030 ein kumuliertes Geschäftsvolumen in Höhe von über 100 Mio. €, wovon ca. 1/3 auf den USA-Standort entfallen wird.

Schließlich verfügt die Gesellschaft aus dem Automotive-Bereich auch über langfristige Verträge, die bis Ende 2031 ein kumuliertes Umsatzvolumen von über 1,0 Mrd. € umfassen. Damit ist eine langfristige Auslastung gegeben. Zudem dürften die kurzfristigen Wachstumspotenziale weiterhin vom aktuellen Hochlauf der Kundenaufträge von Traton profitieren, der bis 2028 andauert und auf ein Umsatzvolumen von jährlich 25 bis 30 Mio. € ansteigen sollte.

Vor diesem Hintergrund erwarten wir für die fortgeführten Bereiche ein Umsatzwachstum von 7,0 % für das Jahr 2025 sowie für die beiden kommenden Geschäftsjahre jeweils ebenfalls 7,0 %. Der Wegfall der Ultraschall-Umsätze, die im ersten Halbjahr 2024 mit 30,78 Mio. € zum Konzernumsatz beigetragen hatten, wird zunächst zu einem Umsatzrückgang führen.

Umsatzprognose 2025 - 2027

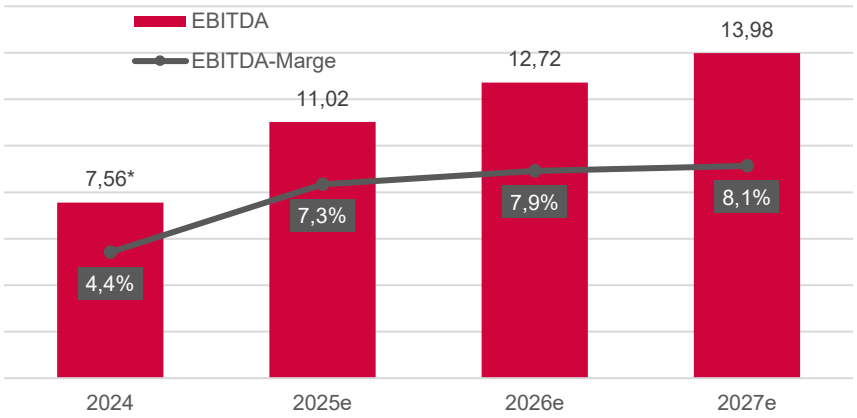


Quelle: GBC AG

Ergebnisprognosen 2025 - 2027

Das Management der MS Industrie AG rechnet für das laufende Geschäftsjahr mit einer deutlichen Verbesserung des EBITDA und des EBIT. Es erwartet zudem ein positives EBT und einen positiven Jahresüberschuss. Ein wesentlicher Faktor, der zur Ergebnissteigerung beitragen sollte, ist der Wegfall des negativen Entkonsolidierungseffekts in Höhe von 1,8 Mio. €. Darüber hinaus ist mit einem höheren Anteil an margenstärkeren Umsätzen aus dem Offroad-Bereich zu rechnen, was mit einer Verbesserung der Rohertragsmarge einhergehen sollte. Schließlich wurde im vergangenen Geschäftsjahr die Automatisierung der Fertigung weitestgehend abgeschlossen, sodass die daraus resultierenden positiven Effekte ab dem laufenden Geschäftsjahr 2025 voll zum Tragen kommen dürften.

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



*Quelle: GBC AG; **bereinigt um Entkonsolidierungseffekt (1,80 Mio. €)*

Unterhalb des EBITDA dürfte sich das Finanzergebnis zunehmend verbessern. Einerseits sollte der erhebliche Rückgang der Nettoverbindlichkeiten den Finanzaufwand spürbar reduzieren. Auf der anderen Seite haben wir einen zunehmenden Ergebnisbeitrag aus der verbliebenen 49%igen Beteiligung am Ultraschall-Geschäft einkalkuliert. Bereits im Geschäftsjahr 2027, in dem die Rückzahlung der MS Industrie-Anleihe ansteht, sollte eine deutliche Verbesserung des Finanzergebnisses erreicht werden.

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

Ebenso haben wir den anstehenden Verkauf der Immobilie Zittau berücksichtigt, der einen Liquiditätszufluss in Höhe von 2,1 Mio. € nach sich ziehen sollte. Da ein Verkaufspreis in Höhe des Buchwertes erwartet wird, ist kein Ergebnisbeitrag zu erwarten. Weitere Potenziale, die wir weder in den Ergebnisschätzungen noch als Liquiditätszufluss berücksichtigt haben, dürften sich aus dem Verkauf der Immobilie in Webberville ergeben. Der erwartete Liquiditätszufluss in Höhe von rund 10 Mio. € ist dabei als Upside-Potenzial zu betrachten.

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: 5,0 %). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 8,6 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 25,3 % (bisher: 25,3 %) 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: 3,0 %).

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 2,50 %).**

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 1,58 (bisher: 1,67).

Unter Verwendung der getroffenen Annahmen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten in Höhe von 11,18 % (bisher: 11,18 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 80,0 % (bisher: 90,0 %) unterstellen, ergeben sich gewichtete Kapitalkosten (WACC) von 9,60 % (bisher 10,36 %).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 2,90 € (bisher: 2,55 €) ermittelt. Die Kurszielsteigerung ist insbesondere ein Resultat der Hereinnahme des Geschäftsjahres 2027 in die konkrete Schätzperiode, woraus sich eine höhere Basis für die Stetigkeitsphase des Bewertungsmodells ergibt. Erstmals berücksichtigt haben wir zudem einen Liquiditätszugang aus dem anstehenden Verkauf der Immobilie in Zittau (2,1 Mio. €), was sich ebenfalls kurszielerhöhend ausgewirkt hat. Wir vergeben das Rating KAUFEN.

DCF Modell

Phase	estimate			consistency					final
	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	GJ 32e	
Umsatz	150,20	160,71	171,96	180,56	189,59	199,06	209,02	219,47	
Umsatzwachstum	-12,2%	7,0%	7,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
EBITDA	11,02	12,72	13,98	15,44	16,21	17,02	17,87	18,76	
EBITDA-Marge	7,3%	7,9%	8,1%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	
EBITA	4,02	5,82	7,18	8,64	9,92	11,18	12,42	13,67	
EBITA-Marge	2,7%	3,6%	4,2%	4,8%	5,2%	5,6%	5,9%	6,2%	6,2%
NOPLAT	3,22	4,66	5,36	6,45	7,41	8,35	9,28	10,21	10,42
Working Capital (WC)	24,63	25,63	26,63	29,22	31,95	34,82	37,83	40,99	
Anlagevermögen (OAV)	64,69	61,29	57,49	53,19	49,40	46,06	43,11	40,51	
Investiertes Kapital	89,32	86,92	84,12	82,41	81,35	80,88	80,94	81,50	
Kapitalrendite	3,6%	5,2%	6,2%	7,7%	9,0%	10,3%	11,5%	12,6%	12,8%
EBITDA	11,02	12,72	13,98	15,44	16,21	17,02	17,87	18,76	
Steuern auf EBITA	-0,80	-1,16	-1,82	-2,19	-2,51	-2,83	-3,14	-3,46	
Veränderung OAV	-4,70	-3,50	-3,00	-2,50	-2,50	-2,50	-2,50	-2,50	
Veränderung WC	-1,10	-1,00	-1,00	-2,59	-2,73	-2,87	-3,01	-3,16	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freier Cashflow	6,52	7,06	8,16	8,16	8,47	8,82	9,22	9,65	120,71

Entwicklung Kapitalkosten	
risikolose Rendite	2,50%
Marktrisikoprämie	5,50%
Beta	1,58
Eigenkapitalkosten	11,18%
Zielgewichtung	80,00%
Fremdkapitalkosten	4,00%
Zielgewichtung	20,00%
Taxshield	17,78%
WACC	**9,60%**

Ermittlung fairer Wert	GJ 25e	GJ 26e
Wert operatives Geschäft	104,80	107,81
Barwert expliziter FCFs	41,27	38,18
Barwert Continuing Value	63,53	69,63
Nettoschulden	17,93	11,87
Wert des Eigenkapitals	86,87	95,94
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	86,87	95,94
Ausstehende Aktien in Mio.	29,96	29,96
Fairer Wert der Aktie in €	**2,90**	3,20

Sensitivitätsanalyse

		WACC				
		9,0%	**9,3%**	**9,6%**	**9,9%**	**10,2%**
Kapitalrendite	**12,3%**	3,08	2,93	2,79	2,67	2,55
	12,5%	3,14	2,99	2,85	2,72	2,60
	12,8%	3,20	3,04	**2,90**	2,77	2,65
	13,0%	3,26	3,10	2,95	2,82	2,70
	13,3%	3,33	3,16	3,01	2,87	2,75

ZAHLEN IM ÜBERBLICK

in Mio. €	GJ 2023	GJ 2024	GJ 2025e	GJ 2026e	GJ 2027e
Umsatzerlöse	**249,93**	**171,15**	**150,20**	**160,71**	**171,96**
Bestandsveränderungen	-6,66	-1,01	0,00	0,00	0,00
Sonstige Erträge	8,38	4,78	4,30	3,50	3,00
Materialaufwand	-128,53	-92,91	-90,27	-95,62	-102,32
Rohertrag	**123,12**	**82,02**	**64,23**	**68,59**	**72,64**
Personalaufwand	-62,48	-43,84	-28,03	-29,43	-30,90
Sonstige Aufwendungen	-42,53	-32,42	-25,18	-26,44	-27,76
EBITDA	**18,11**	**5,76**	**11,02**	**12,72**	**13,98**
Abschreibungen	-9,45	-8,92	-7,00	-6,90	-6,80
EBIT	**8,66**	**-3,16**	**4,02**	**5,82**	**7,18**
Finanzerträge	1,13	1,16	0,50	0,90	1,15
Finanzaufwendungen	-3,92	-4,33	-2,10	-1,90	-1,35
EBT	**5,87**	**-6,34**	**2,42**	**4,82**	**6,98**
Ertragssteuern	-1,31	2,44	-0,48	-0,96	-1,40
Nachsteuerergebnis	**4,56**	**-3,90**	**1,94**	**3,86**	**5,59**
EBITDA	18,11	5,76	11,02	12,72	13,98
EBITDA-Marge	7,2%	3,4%	7,3%	7,9%	8,1%
EBIT	8,66	-3,16	4,02	5,82	7,18
EBIT-Marge	3,5%	-1,8%	2,7%	3,6%	4,2%
EPS in €	0,15	-0,13	0,06	0,13	0,19

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

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 jeweilige Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet. Ist dies der Fall, so ist dies bei der jeweiligen Studie entsprechend der Notationen angegeben.

2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

oder

3. Werden die Studien nicht durch die Emittentin beauftragt, erfolgt die Erstellung der Studien auftragsunabhängig. Die Erstellung erfolgt ebenfalls ohne Beeinflussung durch Dritte.

4. Der Researchreport wird weitreichend verfügbar gemacht und allgemein zugänglich veröffentlicht und nicht nur exklusiv an bestimmte Kunden und Investoren verteilt. Somit ist die Researchstudie ebenfalls als „geringfügige Nicht-Monetäre Zuwendung" einzustufen und somit MfFiDII compliant.

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 automatischen 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 >= + 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 <= - 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. Aktiensplitts, 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 Studienerstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.

(8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.

(9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

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

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst

Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Jörg Grunwald, Vorstand

§ 3 Urheberrechte

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de

GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENTANALYSEN -

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