



## **Researchstudie (Anno)**

### **MS Industrie AG**



- **Starker Umsatz- und Ergebnisanstieg in 2022 erreicht -**
- **Fortsetzung auch in 2023 erwartet -**
- **Automatisierung und Durchsetzung höherer Preise sollte die Ergebnismargen anheben -**

**Kursziel: 2,90 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

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

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: 29.06.2023 (08:35 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe der Studie: 29.06.2023 (11:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2023

## MS Industrie AG\*<sup>5a,7,11</sup>

**Rating: KAUFEN**  
**Kursziel 2,90 EUR**  
**(bisher: 2,85 EUR)**

Aktueller Kurs: 1,60  
28.06.23 / XETRA / 17:36 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE0005855183  
WKN: 585518  
Börsenkürzel: MSAG

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 30,00  
Marketcap<sup>3</sup>: 47,90  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 119,20  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 51,0 %

Transparenzlevel:  
General Standard

Marktsegment:  
Regulierter Markt

Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger  
greiffenberger@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 21

### Unternehmensprofil

Branche: Industrie

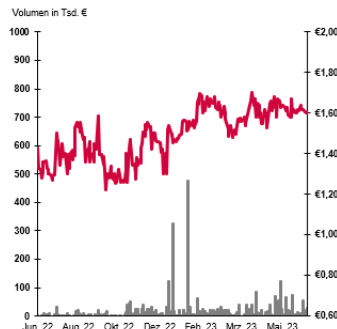
Fokus: Motoren- und Antriebstechnik,  
Ultraschalltechnik

Mitarbeiter: 824 (31.03.2023)

Gründung: 1991

Firmensitz: München

Vorstand: Dr. Andreas Aufschnaiter, Armin Distel



Die MS Industrie AG mit Sitz in München ist die börsennotierte Muttergesellschaft einer fokussierten Technologiegruppe mit den beiden Geschäftsfeldern der Antriebstechnik („MS Powertrain“, künftig „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. 235 Mio. Euro mit über 800 festangestellten Mitarbeitern an fünf Produktionsstandorten, davon zwei in Deutschland und jeweils einem in den USA, Brasilien und China.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2022	31.12.2023e	31.12.2024e	31.12.2025e
Umsatz	206,16	235,00	250,10	258,00
EBITDA	15,08	22,62	28,87	31,59
EBIT	2,73	8,02	13,87	16,59
Jahresüberschuss	1,18	3,09	7,19	9,24

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,04	0,10	0,24	0,31
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

### Kennzahlen

EV/Umsatz	0,58	0,51	0,48	0,46
EV/EBITDA	7,91	5,27	4,13	3,77
EV/EBIT	43,73	14,86	8,60	7,18
KGV	40,66	15,48	6,66	5,19
KBV	0,67			

### Finanztermine

04.07.2023: Hauptversammlung
August 2023: Halbjahresbericht 2023
November 2023: Q3-Bericht 2023

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
19.12.2022: RS / 2,85 / KAUFEN
14.09.2022: RS / 2,45 / KAUFEN
30.05.2022: RS / 2,50 / KAUFEN
24.11.2021: RS / 2,70 / KAUFEN
09.09.2021: RS / 2,90 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- Die MS Industrie AG hat im abgelaufenen Geschäftsjahr 2022 einen deutlichen Umsatzanstieg in Höhe von 25,2 % auf 206,16 Mio. € (VJ: 164,67 Mio. €) erreicht und damit die pandemiebedingte Umsatzlücke vollständig geschlossen. Diese Entwicklung ist vor dem Hintergrund der konjunkturellen Herausforderungen, wie etwa Lieferketten-Probleme, ein hoher Krankenstand oder die Kostensteigerungen im Umfeld des Ukraine-Krieges als ein großer Erfolg zu werten.
- Wesentlich zum erreichten Umsatzwachstum hat das Powertrain-Segment beigetragen, dessen Umsätze um 30,6 % auf 149,76 Mio. € (VJ: 114,69 Mio. €) erheblich zugelegt haben. Einerseits hat die MS Industrie AG hier von einem Anstieg der Abrufzahlen durch den Großkunden Daimler Trucks profitiert. Darüber hinaus legten auch die Umsätze mit den anderen Kunden stark zu, was unter anderem mit dem Serienanlauf der Fertigung für die Traton-Gruppe (Scania-Auftrag) zusammenhängt.
- Parallel hierzu legten die Umsätze im Ultraschall-Segment um 14,1 % auf 57,41 Mio. € (VJ: 50,31 Mio. €) ebenfalls sichtbar zu. Hier profitierte die Gesellschaft insbesondere von einer Verdoppelung der Umsätze bei den Serienmaschinen, wo die Vertriebsaktivitäten wieder weitestgehend uneingeschränkt möglich waren. Bei den Sondermaschinen für die Automobilindustrie machten sich hingegen die Lieferkettenprobleme besonders bemerkbar, was zu einer Verschiebung von Umsätzen in das laufende Geschäftsjahr 2023 in einem Volumen von ca. 10 Mio. € geführt hatte. Ohne diesen Effekt hätte die Gesellschaft ein noch stärkeres Umsatzwachstum erwirtschaftet.
- Auf Basis des deutlichen Umsatzanstiegs kletterte das EBITDA auf 15,08 Mio. € (VJ: 9,12 Mio. €) überproportional an, was zu einem Anstieg der EBITDA-Marge auf 7,3 % (VJ: 5,5 %) geführt hat. Auch auf Ebene des Nachsteuerergebnisses wurde mit 1,18 Mio. € (VJ: -4,00 Mio. €), nach zwei Geschäftsjahren mit negativem Jahresüberschuss, wieder ein positiver Wert erreicht.
- Gemäß Guidance erwartet das Management der MS Industrie AG eine Fortsetzung des in 2022 erreichten Umsatz- und Ergebniswachstums. Konkret wird mit Umsatzerlösen in Höhe von rund 235 Mio. € ein Umsatzanstieg in Höhe von 14 % erwartet. Dabei sollen alle Ergebnisebenen gegenüber 2022 deutlich gesteigert werden. Unserem Verständnis nach dürfte im laufenden Geschäftsjahr 2023 insbesondere das Ultraschall-Segment, geprägt von Aufholeffekten und von der Generierung neuer Aufträge dynamischer wachsen. Aber auch im Powertrain-Bereich sollte auf Basis einer leicht positiven Markterwartung sowie dem weiteren Ausbau der zuletzt angelaufenen neuen Aufträge eine Steigerung der Umsätze erreicht werden.
- Wir stufen die Guidance als realistisch ein und rechnen für 2023 mit Umsatzerlösen in Höhe von 235,00 Mio. €, gehen jedoch für die kommenden Geschäftsjahre konservativ von einer rückläufigen Umsatzdynamik aus. Überproportional sollte hingegen die Ergebnisentwicklung sein. Neben Skaleneffekten, der Zunahme der margenstarken Ultraschall-Umsätze sowie der zunehmenden Automatisierung in der Produktion sollten die höheren Preisniveaus bei der Produktauslieferung für steigende Ergebnismargen sorgen. Bis 2025 rechnen wir mit einer Steigerung der EBITDA-Marge auf 12,2 %.
- Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 2,90 € (bisher: 2,85 €) ermittelt und wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

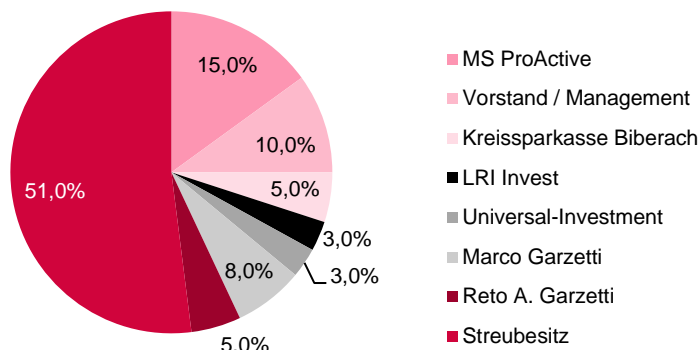
<b>Executive Summary</b> .....	<b>2</b>
<b>Inhaltsverzeichnis</b> .....	<b>3</b>
<b>Unternehmen</b> .....	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Übernahmeangebot im Zuge des Delistings vom regulierten Markt.....	4
Konsolidierungskreis (vereinfacht) .....	5
Produkte .....	5
MS Powertrain-Gruppe (künftig MS XTEC GmbH).....	5
MS Ultrasonic-Gruppe.....	5
Referenzkunden.....	6
<b>Markt und Marktumfeld</b> .....	<b>7</b>
Powertrain-Segment Europa.....	7
Ultraschall-Segment.....	8
<b>Unternehmensentwicklung</b> .....	<b>9</b>
Kennzahlen im Überblick .....	9
Geschäftsentwicklung 2022 .....	10
Umsatzentwicklung 2022 .....	10
Ergebnisentwicklung 2022 .....	11
Bilanzielle und finanzielle Situation .....	13
Geschäftsentwicklung Q1 2023 .....	14
<b>Prognose und Bewertung</b> .....	<b>15</b>
Prognosegrundlage.....	15
Umsatz- und Ergebnisprognosen.....	16
Bewertung.....	18
Modellannahmen.....	18
Bestimmung der Kapitalkosten.....	18
Bewertungsergebnis.....	18
DCF-Modell.....	19
<b>Anhang</b> .....	<b>20</b>

## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
MS ProActive	15%
Vorstand / Management	10%
Kreissparkasse Biberach	5%
Universal-Investment	3%
LRI Invest	3%
Marco Garzetti	8%
Reto A. Garzetti	5%
<b>Streubesitz</b>	<b>51%</b>

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG



### Übernahmeangebot im Zuge des Delistings vom regulierten Markt

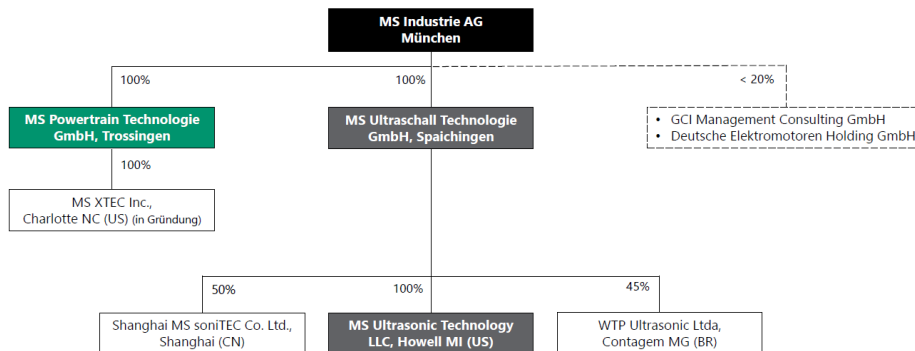
Für die Aktien der MS Industrie AG ist ein Segmentwechsel beabsichtigt. Künftig soll der Handel im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse aufgegeben werden und die MS-Aktien sollen im m:access, also im Freiverkehrs-Segment der Börse München einbezogen werden. Die Handelbarkeit der Aktien über das elektronische Handelssegment XETRA soll fortgeführt werden.

Der geplante Segmentwechsel in das deutlich weniger regulierte Münchner Segment soll künftig einen erheblich geringeren regulatorischen Aufwand und damit entsprechend Einsparungen bei den Verwaltungskosten nach sich ziehen. Neben den Erleichterungen bei der Finanzberichterstattung sollen zudem weniger Managementkapazitäten im Zusammenhang mit der Börsennotiz eingebunden sein. Nach Auffassung des MS-Vorstands waren die bisherigen Aufwendungen zum Listing der MS-Aktien für die Unternehmensgröße der MS Industrie AG unangemessen hoch. Ein Listing im m:access bietet nach Aussage der Gesellschaft einen geeigneteren Rahmen für die künftige Entwicklung der MS-Aktien.

Verbunden mit dem Delisting aus dem regulierten Markt muss den Aktionären der MS Industrie AG ein so genanntes öffentliches Delisting-Übernahmeangebot unterbreitet werden. Dieses Übernahmeangebot soll dabei ausschließlich den Widerruf der Zulassung der MS-Aktien im regulierten Markt ermöglichen. Weder eine Veränderung der Unternehmensstrategie noch ein vollständiges Delisting der MS-Aktien sind geplant. Die Bieterin ist die MS ProActive Verwaltungs GmbH, die zum aktuellen Zeitpunkt (26.06.2023) unmittelbar 241.531 Aktien bzw. 0,81 % am Grundkapital der MS Industrie AG hält. Die beiden Gesellschafter der Bieterin sind gleichzeitig die beiden Vorstände der MS Industrie AG, so dass hier von einer Deckungsgleichheit bei den Interessen auszugehen ist.

Als Angebotspreis wurde 1,61 € je Aktie festgelegt und die Angebotsfrist läuft vom 23.06.2023 bis zum 21.07.2023. Im Rahmen der am 27.06.2023 veröffentlichten gemeinsamen Stellungnahme des Vorstands der MS Industrie AG zum Übernahmeangebot wird keine klare Empfehlung ausgesprochen. Für diejenigen Aktionäre, die die Entwicklung der Gesellschaft weiter begleiten wollen und daher das Angebot nicht annehmen, ändert sich nur das Marktsegment der Aktien. Zwar könnten hierdurch eine geringere Liquidität, eine höhere Volatilität oder ein niedrigerer Streubesitz vorliegen, gleichzeitig dürften aber die Listing-Kosten spürbar zurückgehen, was mit einer leicht gestiegenen Rentabilität einhergehen dürfte.

## Konsolidierungskreis (vereinfacht)



Quelle: MS Industrie AG

## Produkte

Die Geschäftstätigkeit der MS Industrie AG unterteilt sich in die beiden Untersegmente MS Powertrain-Gruppe und MS Ultrasonic-Gruppe:

### MS Powertrain-Gruppe (künftig MS XTEC GmbH)

Hier tritt der MS-Konzern nunmehr hauptsächlich in Europa als Single-Source-Lieferant kompletter Automotive-Systeme auf, welche vornehmlich für schwere Verbrennungsmotoren, in Nutzfahrzeugen oder auch in Offroad-Anwendungen zum Einsatz kommen. Innerhalb der Fertigung wird dabei von der Produktion von Kleinserien bis hin zu Großserien eine hohe Bandbreite abgedeckt. Beispielprodukte sind Kipphebel, Motorbremssysteme oder Ventiltriebe. In diesem Bereich hat die Gesellschaft unter anderem mit Traton einen neuen renommierten LKW-Kunden für den Zeitraum ab 2022 gewinnen können, womit eine deutlich breitere Aufstellung der Kundenbasis erreicht wird.



Darüber hinaus ist die MS Industrie AG auch als Lieferant für Hybrid- und E-Antriebe tätig. Neben der Bearbeitung und der Montage von Alu-Gehäusen (Nockenwellengehäuse, Getriebegehäuse, Fahrwerksteile) werden weitere Präzisions-Komponenten, wie etwa Ventilbrücken oder Achsen, bearbeitet und montiert.

Um dem Umstand gerecht zu werden, wonach in diesem Segment die Gesellschaft nicht mehr nur als Fertigungsdienstleister auftritt, sondern auch Technologien, Leistungen und Services anbietet, wird die MS Powertrain Technologie künftig in MS XTEC unbenannt. Mit dem neuen Namen soll die zunehmende Ausweitung der Produktpalette über den reinen Powertrain-Bereich hinaus reflektiert werden. Neben dem Antriebsbereich im Schwerlastverkehr, H2Ready-Transporter sowie alternative Antriebe sollen künftig auch Agrar- und Industrieanwendungen adressiert werden. Am neuen Standort in den USA sollten zudem die Bereiche Aerospace, Defense, Medical und After Sales abgedeckt werden.

### MS Ultrasonic-Gruppe

In diesem Segment bietet die Gesellschaft Ultraschall-Sondermaschinen, Ultraschall-Systeme oder Ultraschall-Komponenten und eigene Ultraschall-Serienmaschinen für die Automobilindustrie, Verpackungsindustrie, Medizintechnik oder für die Textilindustrie an und fungiert hier damit als Technologie-Lieferant. Typische Anwendungsbeispiele sind das Verschweißen, Stanzen, oder mechanische Verarbeiten diverser Kfz-Teile wie Stoß-



fänger, Instrumententafeln, Innenverkleidungen etc. Die Ultraschall-Schweißsysteme kommen beim Schweißen, Siegeln, Schneiden, Trennschweißen und Stanzen bei verschiedenen Branchen zum Einsatz.

In diesem Geschäftssegment plant das MS-Management verstärkt den Bereich der Vliesstoffe (so genannte Nonwovens) zu adressieren. Vliesstoffe werden dabei insbesondere bei der Herstellung von Atemschutzmasken, Schutzanzügen, Wundauflagen und Hygieneartikeln verwendet. Seit dem vierten Quartal 2021 wird im neuen Kompetenzzentrum in Ettlingen die Forschung und Entwicklung für diesen Bereich betrieben.

### Referenzkunden



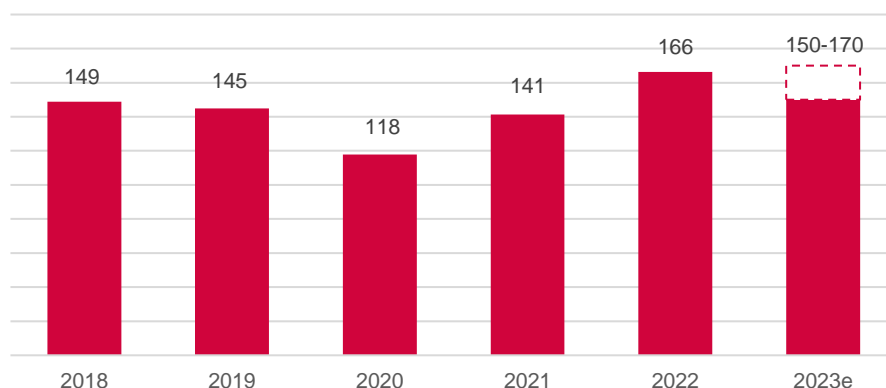
## MARKT UND MARKTUMFELD

Wir haben die nachfolgende Marktbetrachtung nach den beiden Berichtssegmenten Powertrain Technology und Ultrasonic Technology aufgeteilt. Während im Powertrain-Segment eine Abhängigkeit zu den Zulassungszahlungen der größten Kunden Daimler Trucks und Traton besteht, liegen im Ultraschall-Segment unterschiedliche Markteinflüsse vor.

### Powertrain-Segment Europa

In diesem Geschäftsbereich tritt die MS Industrie AG sowohl als Produktlieferant für Daimler Trucks als auch für die Traton-Gruppe auf. Daimler Trucks ist, als Großkunde der MS Industrie AG, ein wichtiger Taktgeber für den Powertrain-Bereich. Laut Daimler Trucks lagen im vergangenen Geschäftsjahr 2022 im Segment Mercedes Benz (Europa und Lateinamerika) die Absatzzahlen bei 166.369 (VJ: rund 141.331) und damit um 17,7 % deutlich über dem Vorjahreswert. Hier war insbesondere die Erholung der Nachfrage aus der EU30-Region verantwortlich, welche sogar die vorhandenen Engpässe in den Zulieferketten ausgeglichen hatten. Für 2023 erwartet Daimler Trucks für die Region EU30 eine leichte Markterholung und eine Verbesserung der Zulieferketten. Allerdings rechnet der Konzern in der Region Brasilien aufgrund der Einführung der Abgasnorm Euro VI mit einem Marktrückgang, wodurch insgesamt eine nur konstante Entwicklung der Absatzzahlen (150 bis 170 Tsd. Einheiten) in Aussicht gestellt wird.

#### Absatzentwicklung Mercedes Benz (in Tsd.)



Quelle: Daimler Trucks; GBC AG

Der Absatz des Traton-Segments Scania, für den die MS Industrie AG als Zulieferer eines Plattformmotors agiert, minderte sich in 2022 um -6,6 % auf 80.258 Einheiten (VJ: 85.930 Einheiten). Dieser Rückgang ist ein Abbild der Engpässe bei der Zulieferung von Halbleitern und weiteren wichtigen Komponenten und war darüber hinaus von knappen Logistikkapazitäten belastet. Die Traton-Gruppe publiziert zwar für die Marke Scania keine konkreten Absatzerwartungen, gruppenweit wird für 2023 mit einem Absatzwachstum zwischen 5 und 15 % gerechnet. Insgesamt wird eine hohe Nachfrage für Ersatzinvestitionen erkannt, die aufgrund von Lieferengpässen in den vergangenen Jahren nicht bedient werden konnten.

Der Blick auf die herstellerübergreifenden Zulassungszahlen zeigt für das abgelaufene Geschäftsjahr 2022 eine Fortsetzung der positiven Tendenz. Demnach lagen die 256.020 neu zugelassenen schweren Nutzfahrzeuge (über 16 Tonnen) um 6,5 % über dem Vorjahreswert. Insbesondere die Zulassungen in Spanien, Polen, Italien und Frankreich legten sichtbar zu, während in Deutschland mit -0,9 % ein leichter Rückgang ver-



zeichnet wurde. Gegenüber dem Niveau vor Beginn der Corona-Pandemie, als über 310.000 Neuzulassungen vorlagen, besteht noch ein hohes Aufholpotenzial.

## **Ultraschall-Segment**

Im Ultraschallsegment bietet die MS Industrie AG sowohl Sonder- als auch Serienmaschinen an, die für das Schweißen, Siegeln, Schneiden, Trennschweißen und Stanzen verschiedener Materialien eingesetzt werden können. Konkrete Marktdaten zur von der Gesellschaft angebotenen Ultraschall-Technologie liegen jedoch nicht vor. Vor allem aufgrund der Tatsache, 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) forciert betrieben. Vliesstoffe kommen insbesondere bei Atemschutzmasken, Schutanzügen, Wundaufgaben 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. Auch Innovationen, wie etwa die neuen Elektrofahrzeuge, sind hierfür ein wichtiger Markttreiber. Parallel zur Covid19-Pandemie und dem Strukturwandel in den letzten zwei Jahren ließen sich Verschiebungen bei Face-Lifts oder beim Umbau/Straffung/Neuaufrichtung der Modellpaletten beobachten.

### **Serienmaschinen und Systeme**

Die im Ultraschall-Segment angebotene Technologie, speziell bei den von der Gesellschaft angebotenen Serienmaschinen lässt sich unter dem Oberbegriff Fügetechniken zusammenfassen. Dabei ist der Bereich Ultraschallschweißen zwar noch als eine Nischentechnologie innerhalb der Branche zu sehen, die jedoch überlegene Eigenschaften bei der Verbindung bestimmter Materialien aufweist. Sobald thermoplastische Materialien zusammengefügt werden sollen, wird beispielsweise die Ultraschalltechnologie bevorzugt, da diese einfacher, ökologischer und kostengünstiger eingesetzt werden kann. Insbesondere in der Verpackungsindustrie liegen dabei vielfältige Einsatzmöglichkeiten vor, vor allem vor dem Hintergrund, dass fast die Hälfte der Verpackungen aus Kunststoffen bestehen und damit, in bestimmten Temperaturbandbreiten, grundsätzlich für die Ultraschalltechnologie geeignet sind. Mit ihren Produkten ist die MS Industrie AG insgesamt Teil eines Verpackungsmarktes, welcher in den vergangenen Jahren von dynamischen Wachstumsraten geprägt war.

## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2021	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
Umsatzerlöse	164,67	206,16	235,00	250,10	258,00
Bestandsveränderungen	0,86	3,24	0,00	0,00	0,00
Sonstige betriebliche Erträge	5,46	6,87	4,50	3,20	3,20
<b>Gesamtleistung</b>	<b>170,98</b>	<b>216,27</b>	<b>239,50</b>	<b>253,30</b>	<b>261,20</b>
Materialaufwand	-82,89	-112,25	-121,03	-123,30	-126,16
<b>Rohertrag</b>	<b>88,09</b>	<b>104,02</b>	<b>118,48</b>	<b>130,00</b>	<b>135,04</b>
Personalaufwand	-50,90	-57,74	-61,78	-64,87	-65,52
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-28,07	-31,20	-34,08	-36,26	-37,93
<b>EBITDA</b>	<b>9,12</b>	<b>15,08</b>	<b>22,62</b>	<b>28,87</b>	<b>31,59</b>
Abschreibungen	-13,55	-12,35	-14,60	-15,00	-15,00
<b>EBIT</b>	<b>-4,43</b>	<b>2,73</b>	<b>8,02</b>	<b>13,87</b>	<b>16,59</b>
Finanzerträge	0,79	0,92	0,40	0,40	0,40
Finanzaufwendungen	-2,91	-2,98	-4,10	-4,10	-3,90
Ergebnis aus assoziierten Unternehmen	0,26	0,31	0,10	0,10	0,10
<b>EBT</b>	<b>-6,29</b>	<b>0,98</b>	<b>4,42</b>	<b>10,27</b>	<b>13,19</b>
Ertragssteuern	2,30	0,20	-1,33	-3,08	-3,96
<b>Konzernjahresergebnis</b>	<b>-3,99</b>	<b>1,18</b>	<b>3,09</b>	<b>7,19</b>	<b>9,24</b>
EBITDA	9,12	15,08	22,62	28,87	31,59
in % der Umsatzerlöse	5,5%	7,3%	9,6%	11,5%	12,2%
EBIT	-4,43	2,73	8,02	13,87	16,59
in % der Umsatzerlöse	-2,7%	1,3%	3,4%	5,5%	6,4%
Ergebnis je Aktie in €	-0,13	0,04	0,10	0,24	0,31
Dividende je Aktie in €	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

## Geschäftsentwicklung 2022

GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022
Umsatzerlöse	226,40	164,04	164,67	206,16
EBITDA (EBITDA-Marge)	32,67 (14,4%)	4,25 (2,6%)	9,12 (5,5%)	15,08 (7,3%)
EBIT (EBIT-Marge)	18,47 (8,2%)	-9,18 (neg.)	-4,43 (neg.)	2,73 (1,3%)
Jahresüberschuss	16,72	-7,47	-4,00	1,18
EPS in €	0,56	-0,25	-0,13	0,04

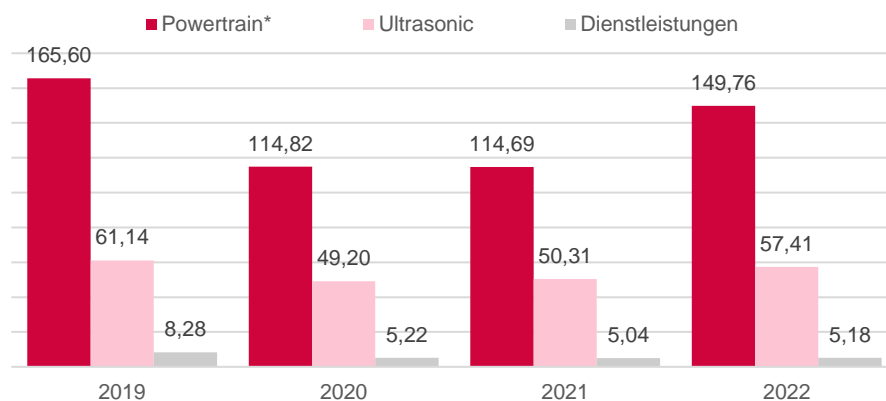
Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung 2022

Bereits unterjährig hatte sich abgezeichnet, dass die Geschäftsentwicklung der MS Industrie AG in 2022 von deutlichen Erholungstendenzen geprägt ist. Mit einem sehr dynamischen Umsatzanstieg in Höhe von 25,2 % auf 206,16 Mio. € (VJ: 164,67 Mio. €) wurde dabei die pandemiebedingte Umsatzlücke vollständig geschlossen. Optisch liegt zwar das Umsatzniveau noch unterhalb des Vor-Corona-Geschäftsjahres 2019, damals waren allerdings noch für ein Quartal die Umsätze der veräußerten amerikanischen Tochtergesellschaft MS Industrie Inc. in Höhe von ca. 20 Mio. € (GBC-Annahme) enthalten.

Der starke Umsatzanstieg des abgelaufenen Geschäftsjahres ist vor dem Hintergrund der bestehenden konjunkturellen Herausforderungen, wie etwa Lieferketten-Probleme, ein hoher Krankenstand oder der kriegsbedingten Kostensteigerungen als Erfolg zu werten. Mit Veröffentlichung des Geschäftsberichtes 2021 hatte das Management der MS Industrie AG Umsatzerlöse in Höhe von rund 200 Mio. € in Aussicht gestellt, welche damit leicht übertroffen wurden.

### Segmentbezogene Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG; \*künftig MS XTEC

Der Haupttreiber des starken Umsatzanstiegs war die deutliche Erholung der Umsätze des Hauptsegments Powertrain Technology Group (Powertrain), die um 30,6 % auf 149,76 Mio. € (VJ: 114,69 Mio. €) zugelegt haben. Einerseits profitierte der MS-Konzern hier von einem Anstieg der Abbruchzahlen durch den Hauptkunden „Daimler Trucks“, was zu einer Ausweitung der Umsätze um 14,56 Mio. € (+22,2 %) geführt hatte. Darüber hinaus haben aber auch die Umsätze abseits dieses Großkunden deutlich um 20,52 Mio. € (+41,9 %) zugelegt. Hier wird beispielsweise auch der Serienanlauf der Fertigung von Ventiltriebs-Komponenten für die Traton-Gruppe sichtbar, welcher ab dem Geschäftsjahr 2026 auf ein jährliches Ziel-Umsatzvolumen von 25 bis 30 Mio. € ansteigen soll. Insgesamt hat sich die Abhängigkeit von „Daimler Trucks“ in 2022 weiter reduziert und damit werden die Powertrain-Umsätze zunehmend breiter aufgestellt.

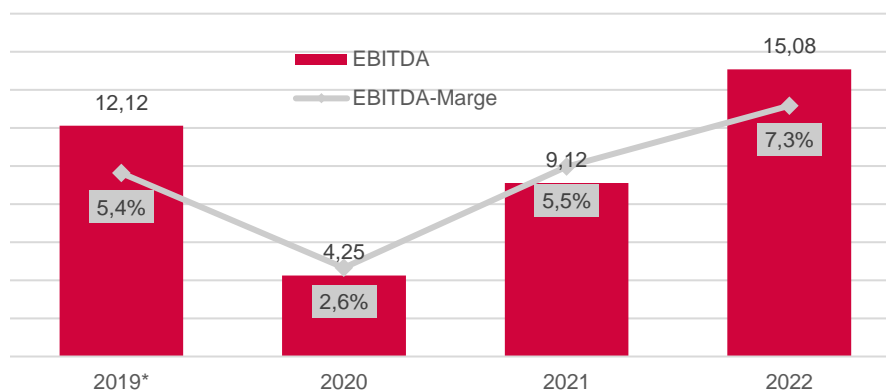
Die Umsätze der Ultrasonic Technology Group (Ultrasonic), die um 14,1 % auf 57,41 Mio. € (VJ: 50,31 Mio. €) weniger dynamisch zugelegt haben, unterteilen sich in die Bereiche Sondermaschinen, Serienmaschinen sowie Systeme und Komponenten. Auch wenn die MS Industrie keine konkreten Zahlen für die Ultrasonic-Teilbereiche publiziert, lassen sich dennoch Tendenzen ableiten. Demnach war der Bereich Sondermaschinen für die Automobilindustrie von einer weiterhin zurückhaltenden Investitionsbereitschaft der OEM's betroffen. Diese hängt einerseits mit den Lieferkettenproblemen zusammen, auf der anderen Seite findet derzeit ein Strukturwandel statt, welcher mit einer deutlichen Reduktion der Modellvarianten einhergeht. Aufgrund der Lieferschwierigkeiten kam es in diesem Untersegment zu einer Verschiebung von Umsätzen in das laufende Geschäftsjahr 2023 in Höhe von ca. 10 Mio. €.

Demgegenüber steht eine sehr positive Entwicklung bei den Serienmaschinen für den Bereich Ultraschall-Schweißen außerhalb der Automobilindustrie, wo im abgelaufenen Geschäftsjahr eine Verdoppelung der Umsätze erreicht wurde. Nach dem Auslaufen der pandemiebedingten Einschränkungen konnte der Vertrieb wieder normal laufen und hier profitierte die Gesellschaft zudem von der steigenden Installationsbasis, was zu Folgeaufträgen im Servicebereich geführt hat. Zudem konnten im Teilssegment Systeme und Komponenten, in dem seit 2021 das Geschäftsfeld „Nonwovens“ vorangetrieben wird, erste Aufträge gewonnen werden, die ab 2023 zu nennenswerten Umsätzen führen sollten.

### Ergebnisentwicklung 2022

Der starke Umsatzanstieg findet sich in einem ebenso deutlichen Anstieg des EBITDA auf 15,08 Mio. € (VJ: 9,12 Mio. €) wieder. Ohne zu konkretisieren hatte das Management der MS Industrie AG im Geschäftsbericht 2021 einen deutlichen Anstieg des operativen Ergebnisses in Aussicht gestellt, womit diese Guidance als erfüllt anzusehen ist.

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



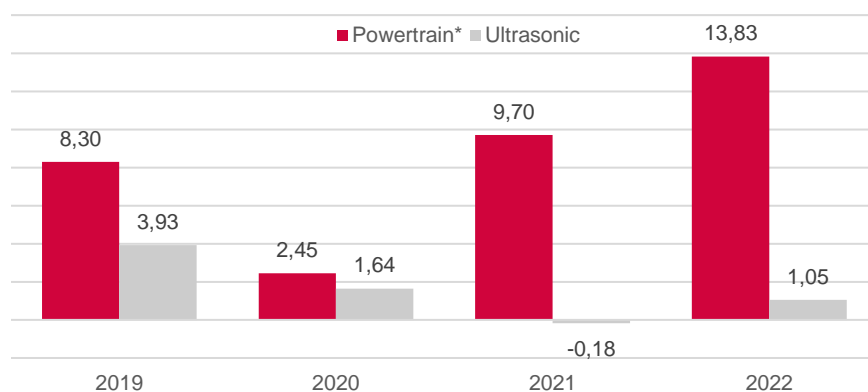
Quelle: MS Industrie AG; GBC AG; \*bereinigt um Einmaleffekte aus der Veräußerung des PTG-Geschäftes in den USA

Der Ergebnisanstieg wurde dabei trotz eines überproportionalen Anstiegs der Materialaufwendungen, was zu einem Rückgang der Rohertragsmarge auf 50,5 % (VJ: 53,5 %) geführt hatte, erzielt. Im gestiegenen Materialaufwand ist einerseits eine Zunahme der materialintensiven Gruppen enthalten. Darüber hinaus sind hier auch die Effekte aus den gestiegenen Materialkosten enthalten, die als Preissteigerungen erst zeitverzögert an die Kunden weitergegeben wurden. Darüber hinaus dürften hier auch die Vorlaufinvestitionen für das „Nonwovens“-Untersegment zu Kostenbelastungen geführt haben.

Auch im Personalbereich hatte sich der rückläufige Kostentrend des vergangenen Geschäftsjahres 2022 umgekehrt und die Personalkosten legten auf 57,74 Mio. € (VJ: 50,90 Mio. €) zu. In den vorhergehenden Berichtsperioden hatte die pandemiebedingte rückläufige Auftragslage zu einer Mitarbeiterreduktion geführt. Angesichts der sichtbar gestiegenen Geschäftsaktivitäten stieg der Personalbestand in 2022 auf durchschnittlich 787 (VJ: 730) jedoch wieder an.

Getrennt nach den beiden Berichtssegmenten wird der überproportionale Ergebnisbeitrag des PTG-Segments ersichtlich, wohingegen der Ultrasonic-Bereich ein EBITDA knapp oberhalb des Break-Even aufweist. Hier dürften sich die Vorlaufinvestitionen in die Ausweitung dieses Segments ergebnisbelastend ausgewirkt haben. Darüber hinaus wurden hier noch Anlagen mit einer noch schlechten Preisqualität (vor Anhebung der Preise) ausgeliefert.

### Segmentbezogene EBITDA-Entwicklung (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG; \*künftig MS XTEC

Nach Abzug der Abschreibungen in Höhe von 12,35 Mio. € (VJ: 13,55 Mio. €), die mit 8,42 Mio. € (VJ: 7,15 Mio. €) größtenteils Abschreibungen von IFRS 16 – Nutzungsrechten enthalten, sowie nach Abzug des Finanzergebnisses in Höhe von -1,75 Mio. € (VJ: -1,86 Mio. €) weist die MS Industrie AG einen Jahresüberschuss in Höhe von 1,18 Mio. € (VJ: -4,00 Mio. €) aus. Nach zwei Jahren mit einem negativen Nachsteuerergebnis wurde wieder ein positiver Wert erreicht.

## Bilanzielle und finanzielle Situation

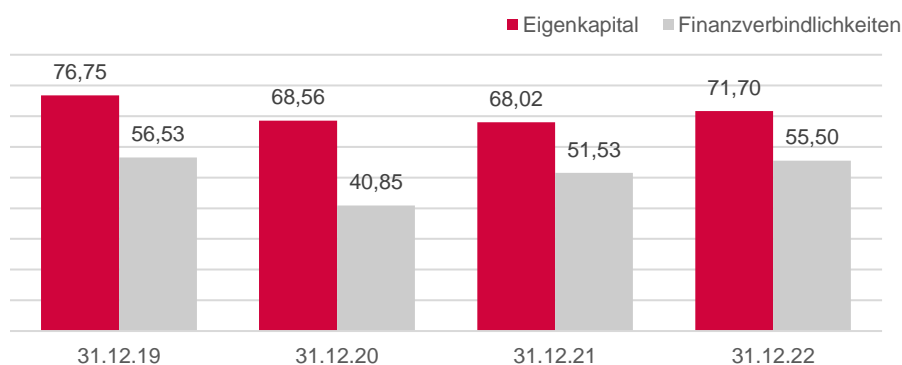
in Mio. €	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Eigenkapital (EK-Quote)	76,75 (37,1%)	68,56 (40,0%)	68,02 (37,0%)	71,70 (34,1%)
Operatives Anlagevermögen*	84,96	75,46	82,06	91,65
Net Working Capital	56,98	37,14	44,23	52,54
Finanzverschuldung	99,31	73,86	82,72	92,20
Liquide Mittel	9,18	4,46	6,48	2,35
Cashflow (operativ)	6,05	18,23	-3,29	1,87
Cashflow (Investition)	6,03	-0,61	1,43	-3,76
Cashflow (Finanzierung)	-9,35	-16,49	-16,80	-7,15

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

Aufgrund des positiven Nachsteuerergebnisses kletterte das Eigenkapital auf 71,70 Mio. € (31.12.21: 68,02 Mio. €), die EK-Quote reduzierte sich jedoch infolge einer Bilanzverlängerung auf 34,1 % (31.12.21: 37,0 %). Der Bilanzverlängerung liegt auf der Aktivseite insbesondere der Anstieg des kurzfristigen Vermögens in Höhe von 16,79 Mio. € zu Grunde, welches insbesondere vom Anstieg der Vorräte, der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen und der Vertragsvermögenswerte gekennzeichnet war. Aber auch die langfristigen Vermögenswerte legten aufgrund von Zugängen aus Sachanlagen und von Nutzungsrechten (IFRS 16) um 9,89 Mio. € zu, was in Summe zu einer Bilanzverlängerung um 26,68 Mio. € geführt hat.

Der Ausbau des kurz- und langfristigen Vermögens wurde auf der einen Seite durch einen Aufbau der Finanzverschuldung auf 92,20 Mio. € (31.12.21: 82,72 Mio. €) finanziert. Hierbei handelt es sich hauptsächlich um einen Anstieg der Leasingverbindlichkeiten auf 35,86 Mio. € (31.12.21: 29,87 Mio. €). Darüber hinaus hat die MS Industrie AG im abgelaufenen Geschäftsjahr eine 6,25 %-Unternehmensanleihe mit einem Zielvolumen von 20 Mio. € emittiert, die zum 31.12.2022 nominal ein Volumen von 3,05 Mio. € ausstehend hatte. Bei den Bankverbindlichkeiten in Höhe von 52,45 Mio. € (31.12.21: 51,53 Mio. €) gab es hingegen kaum Veränderungen.

### Eigenkapital und Finanzverschuldung\* (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG; \*ohne Leasingverbindlichkeiten

Die liquiden Mittel verringerten sich insbesondere aufgrund des Aufbaus von Working Capital (im Wesentlichen: Anstieg der Vorräte, der Forderungen aus LuL und der Vertragsvermögenswerte) auf 2,35 Mio. € (31.12.2021: 6,48 Mio. €). Zwar lag der operative Cashflow mit 1,88 Mio. € (VJ: -3,22 Mio. €) wieder im positiven Bereich, ohne Working Capital-Effekte hätte dieser deutlich höher gelegen. Insofern hatte der aus dem operativen Geschäft stammende Liquiditätszufluss nicht ausgereicht, um den Investitions-Cashflow in Höhe von -3,76 Mio. € (VJ: 1,43 Mio. €) sowie den Finanzierungs-Cashflow in Höhe von -7,15 Mio. € (VJ: -16,80 Mio. €) auszugleichen.

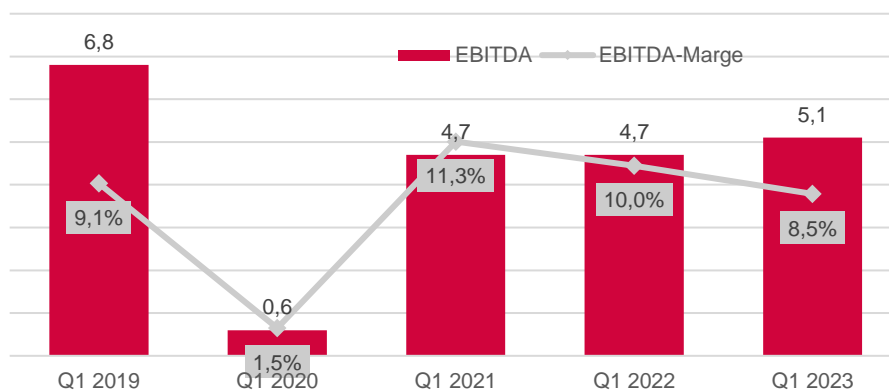
## Geschäftsentwicklung Q1 2023

GuV (in Mio. €)	Q1 2020	Q1 2021	Q1 2022	Q1 2023
Umsatzerlöse	41,1	41,7	47,0	59,9
EBITDA (EBITDA-Marge)	0,6 (1,5%)	4,7 (11,2%)	4,7 (10,0%)	5,1 (8,5%)
EBIT (EBIT-Marge)	-2,7 (neg.)	0,9 (2,2%)	1,9 (4,0%)	1,9 (3,2%)
EAT	-2,4	0,8	0,9	0,7

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Die Entwicklung der ersten drei Monate 2023 reiht sich nahtlos in die Entwicklung des abgelaufenen Geschäftsjahres ein. Mit Umsatzerlösen in Höhe von 59,9 Mio. € (VJ: 47,0 Mio. €) wurde der Vorjahreswert um 27,4 % deutlich übertroffen. Während im abgelaufenen Geschäftsjahr das Powertrain-Segment eine höhere Wachstumsdynamik aufgezeigt hatte, legten die Umsätze in den ersten drei Monaten 2023 im Ultraschall-Segment mit 43 % besonders stark zu. Hier ist teilweise die Realisierung der verschobenen Umsätze enthalten. Aber auch die Powertrain-Umsätze profitierten von der guten Marktlage (Zulassungen schwerer LKW in Europa: +19,2 %) und entwickelten sich mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 22 % ebenfalls dynamisch.

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



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Infolge der Umsatzausweitung kletterte das EBITDA auf 5,1 Mio. € (VJ: 4,7 Mio. €), die EBITDA-Marge reduzierte sich jedoch auf 8,5 % (VJ: 10,0 %). Die niedrigere Ergebnismarge ist insbesondere auf die noch zum Teil schlechtere Preisqualität bei den verschobenen Aufträgen zurückzuführen. Unter Hinzurechnung steigender Abschreibungen, die unter anderem von höheren Abschreibungen auf Nutzungsrechten nach IFRS 16 geprägt waren, entwickelte sich das EBIT konstant auf 1,9 Mio. € (VJ: 1,9 Mio. €). Auf Basis der bereits zum Geschäftsjahresende 31.12.2022 sichtbar gewordenen höheren Finanzverschuldung ist von höheren Finanzaufwendungen auszugehen, so dass die MS Industrie AG, unterm Strich, ein im Vergleich zum Vorjahr niedrigeres Periodenergebnis in Höhe von 0,7 Mio. € (VJ: 0,9 Mio. €) aufweist.

## PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2022	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
Umsatzerlöse	206,16	235,00	250,10	258,00
EBITDA (EBITDA-Marge)	15,08 (7,3%)	22,60 (9,6%)	28,87 (11,5%)	31,60 (12,3%)
EBIT (EBIT-Marge)	2,73 (1,3%)	8,02 (3,4%)	13,87 (5,5%)	16,60 (6,4%)
Jahresüberschuss	1,18	3,09	7,19	9,24
EPS in €	0,04	0,10	0,24	0,31

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

### Prognosegrundlage

Für das laufende Geschäftsjahr 2023 erwartet der Vorstand der MS Industrie AG einen Anstieg der Umsatzerlöse auf 235 Mio. €, welcher von einem deutlich steigenden EBITDA, EBIT und EBT begleitet werden sollte. Auch beim Jahresüberschuss wird mit einer deutlichen Verbesserung gerechnet. Während, wie gewohnt, für die Umsatz-Guidance ein konkreter Wert genannt wird, liegen bei der Ergebnis-Guidance nur qualitative Aussagen vor. Nach dem starken Umsatzanstieg des abgelaufenen Geschäftsjahres 2022 in Höhe von 25,2 % soll in 2023 zwar eine geringere Wachstumsdynamik ausgewiesen werden, mit einem erwarteten Umsatzanstieg in Höhe von rund 14 % soll jedoch ein über dem Branchendurchschnitt liegendes Wachstum erreicht werden.

Das erwartete Umsatzwachstum dürfte teilweise durch Aufholeffekte im **Ultraschall-Segment** geprägt sein. Einerseits dürfte das Untersegment „Sondermaschinen“ das in das laufende Geschäftsjahr verschobene Umsatzvolumen in Höhe von rund 10 Mio. € realisieren können. Darüber hinaus berichtet die MS Industrie AG von einem mittlerweile weit vorangeschrittenen Strukturwandel in der Automobilindustrie, so dass mit den Modell-Entscheidungen wieder eine höhere Investitionsbereitschaft vorliegen sollte. Dies hat sich bereits in einer deutlichen Erholung der Auftragslage niedergeschlagen, die zum Geschäftsjahresende 2022 einen neuen Höchststand erreicht hatte. Schließlich sollten die Lieferkettenprobleme sukzessive abnehmen.

Im Ultraschall-Untersegment „Serienmaschinen“ sollte sowohl Neugeschäft als auch das Bestandsgeschäft zum erwarteten Umsatzwachstum beitragen. Auf Grundlage einer mittlerweile hohen Basis an installierten Serienmaschinen lassen sich zunehmend wiederkehrende Service-Umsätze erwirtschaften. Darüber hinaus sollten sich die wieder stattfindenden Messen und der Wegfall der Reisebeschränkungen positiv auf das Neugeschäft auswirken. Diesbezüglich wurde bereits in 2022 eine Verdoppelung der Umsätze und der Auftragseingänge erreicht.

Im letzten Ultraschall-Untersegment „Systeme und Komponenten“ wurde nach den Anlaufinvestitionen und der technischen Weiterentwicklung im Bereich „Nonwovens“ bereits ein erster Großauftrag gewonnen und damit ist ab dem laufenden Geschäftsjahr 2023 mit den ersten nennenswerten Umsätzen in diesem Bereich zu rechnen. Insgesamt beläuft sich der Auftragsbestand im Ultraschall-Segment auf mehr als 60 Mio. € und damit liegt frühzeitig eine hohe Auslastung vor, die über dem Niveau des vergangenen Geschäftsjahres liegt.

Auch das **Powertrain-Segment (künftig: MS XTEC)** sollte, von einem höheren Niveau ausgehend, einen sichtbaren Umsatzanstieg vorweisen. Bei den Prognosen in diesem Segment orientieren wir uns in der ersten Stufe an den Prognosen der beiden wichtigen Kunden Daimler Trucks und Scania. Mit Veröffentlichung der Q1-Zahlen hat Daimler Trucks die Prognosen für das laufende Geschäftsjahr bestätigt und erwartet unverändert eine weitestgehend seitwärtsgerichtete Entwicklung der Absatzzahlen (150 bis 170 Tsd. Einheiten). Die Scania-Mutter Traton rechnet hingegen mit einem konzernweiten Ab-



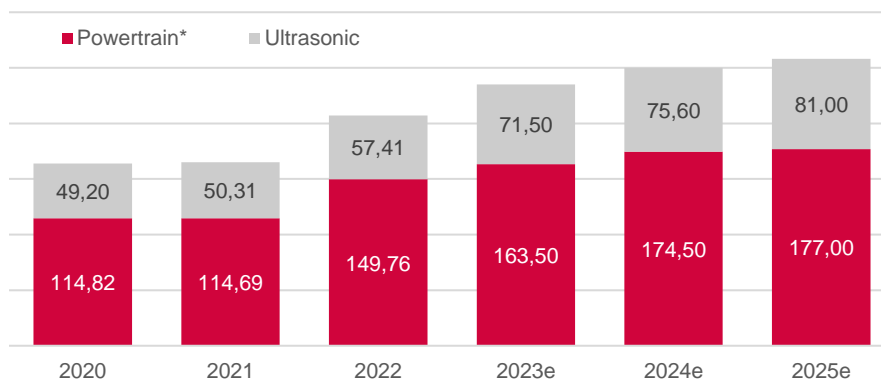
satzanstieg in Höhe von 5 bis 15 %. In Summe dürfte die MS Industrie AG auf dieser Basis leicht steigende Umsätze vorweisen. Jedoch sollte die Fortsetzung des Ramp-Ups bei neu akquirierten Serienaufträgen für eine stärkere Umsatzentwicklung sorgen, als dies die Branchenvorgaben vermitteln. Diesbezüglich sollte der in 2022 angelaufene „Scania-Auftrag“ bis zum Geschäftsjahr 2026 sukzessive in den Zielbereich eines Umsatzvolumens von jährlich 25 bis 30 Mio. € ausgebaut werden. Zudem beabsichtigt die MS Industrie AG neue Aufträge im Offroad-Bereich zu gewinnen und derzeit läuft ein Prototypenauftrag für Volvo.

Über beide Segmente hinweg liegt der Auftragsbestand per 31.12.2022 bei einem Rekordwert von insgesamt 144 Mio. € (VJ: 118 Mio. €) und damit spürbar oberhalb des Vorjahresniveaus. Erwähnenswert an dieser Stelle ist die im März 2023 getroffene Vereinbarung mit Daimler Trucks, die eine Verlängerung des bestehenden Liefervertrages um zehn Jahre bis 2031 enthält. Damit erhöht sich die Planbarkeit und Sichtbarkeit der kommenden Geschäftsjahre erheblich. Zusammengerechnet beläuft sich das erwartete Auftragsvolumen über alle Powertrain-Kunden auf über 1,3 Mrd. €.

## Umsatz- und Ergebnisprognosen

Angesichts der dargestellten Vorgaben für beide Geschäftssegmente ist die Guidance der MS Industrie AG, wonach für 2023 mit einem Anstieg des industriellen Umsatzes auf rund 235 Mio. € gerechnet wird, nachvollziehbar. Wie der nachfolgenden segmentbezogenen Darstellung zu entnehmen, dürfte in beiden Segmenten Umsatzwachstum erzielt werden, wobei wir im Ultraschall-Segment einen Anstieg in Höhe von 24,5 % auf 71,50 Mio. € (VJ: 57,41 Mio. €) und im Powertrain-Segment einen Anstieg in Höhe von 9,2 % auf 163,50 Mio. € (VJ: 149,76 Mio. €) erwarten. Insgesamt rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr 2023 damit mit Umsatzerlösen in Höhe von 235 Mio. €.

### Segmentbezogene Prognose der Umsatzerlöse (in Mio. €)



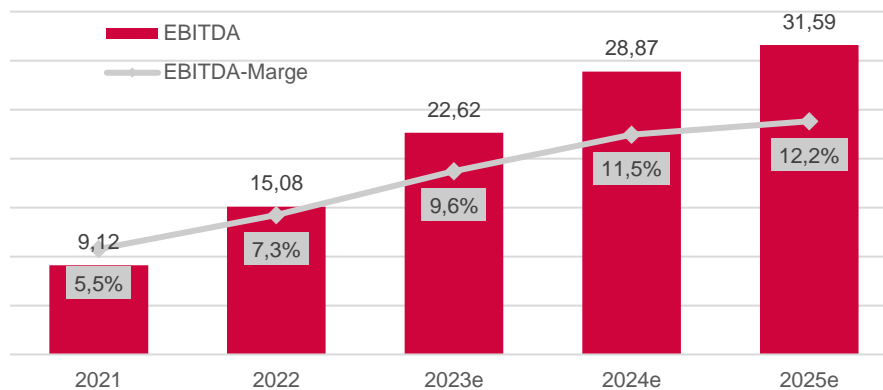
Quelle: GBC AG; künftig MS XTEC

Der von uns unterstellte Trend für das laufende Geschäftsjahr sollte sich auch in den Geschäftsjahren 2024 und 2025 fortsetzen. Der Wegfall der Aufholeffekte im Ultraschallsegment sollte aber 2024 zu einem Rückgang der Wachstumsdynamik führen und wir rechnen insgesamt mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 6,4 % auf 250,10 Mio. €. In 2025 gehen wir konservativ von einem weiteren Rückgang der Umsatz-Wachstumsrate auf 3,2 % und erwarten Umsatzerlöse in Höhe von 258,00 Mio. €.

In unseren Ergebnisschätzungen ist einerseits die Zunahme der tendenziell margenstärkeren Umsätze des Ultraschall-Segments abgebildet. Auf der anderen Seite sollte die Fortsetzung der Automatisierung in der Produktion zu einer Verbesserung der Rentabilität führen. Per Ende 2023 soll der Investitionszyklus in die Automatisierung der PTG-

Produktion beendet sein, wodurch für die kommenden Geschäftsjahre, aufgrund einer niedrigeren Personalintensität, eine Verbesserung der Ergebnismargen zu erwarten ist. Schließlich sollte das Auslaufen der Ramp-Up-Phase bei neuen Aufträgen sowie bei der neuen Nonwovens-Technologie mit positiven Ergebnisbeiträgen einhergehen. Schließlich wird die Konzernrentabilität von den durchgesetzten höheren Preisniveaus profitieren, die besonders nach der Auslieferung der letzten Anlagen zu „alten“ Preisen nochmals zulegen sollte. Auch sollten beim erwarteten höheren Umsatzniveau Skaleneffekte zum Tragen kommen. Demzufolge rechnen wir mit einer überproportionalen EBITDA-Steigerung und damit einer tendenziellen Verbesserung der EBITDA-Marge:

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



Quelle: GBC AG

Der von uns prognostizierte EBITDA-Anstieg sollte sich in einem Anstieg aller nachfolgenden Ergebnisebenen wiederfinden, so dass die MS Industrie AG sowohl beim EBIT als auch beim Nachsteuerergebnis sichtbar zulegen sollte. Das prognostizierte EBITDA bildet die Basis für unser DCF-Bewertungsmodell.

## 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 3,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 12,3 % (bisher: 11,5%) angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

### *Bestimmung der Kapitalkosten*

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

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 2,00 % (bisher 1,50 %).**

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 1,67 (bisher: 1,67).

Unter Verwendung der getroffenen Annahmen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten in Höhe von 11,19 % (bisher: 10,69 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90,0 % unterstellen, ergeben sich gewichtete Kapitalkosten (WACC) von 10,30 % (bisher 9,85 %).

### *Bewertungsergebnis*

Im Bewertungsergebnis haben wir eine leichte Kurszielerhöhung auf 2,90 € (bisher: 2,85 €) ermittelt. Der aus der Anhebung des Diskontierungssatzes resultierenden Kurszielreduktion steht der Roll-Over-Effekt gegenüber, der eine Kurszielerhöhung ausgelöst hat. Dieser steht im Zusammenhang mit dem erstmaligen Einbezug des Geschäftsjahres 2025 in die konkrete Schätzperiode, die eine höhere Basis für die Stetigkeitsphase des Bewertungsmodells bietet.

## DCF-Modell

### MS Industrie AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	12,2%	ewige EBITA - Marge	7,6%
AFA zu operativen Anlagevermögen	17,7%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	22,1%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	235,00	250,10	258,00	265,74	273,71	281,92	290,38	299,09	
US Veränderung	14,0%	6,4%	3,2%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,43	2,79	3,05	3,38	3,72	4,05	4,39	4,71	
EBITDA	22,62	28,87	31,59	32,54	33,52	34,52	35,56	36,63	
EBITDA-Marge	9,6%	11,5%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	
EBITA	8,02	13,87	16,59	17,54	19,58	21,46	23,22	24,88	
EBITA-Marge	3,4%	5,5%	6,4%	6,6%	7,2%	7,6%	8,0%	8,3%	7,6%
Steuern auf EBITA	-2,41	-4,16	-4,98	-5,26	-5,87	-6,44	-6,97	-7,46	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	5,61	9,71	11,62	12,28	13,71	15,03	16,25	17,42	
Kapitalrendite	3,9%	6,4%	8,0%	8,7%	10,0%	11,2%	12,3%	13,4%	12,5%
Working Capital (WC)	54,00	56,00	57,00	58,70	60,46	62,28	64,15	66,07	
WC zu Umsatz	23,0%	22,4%	22,1%	22,1%	22,1%	22,1%	22,1%	22,1%	
Investitionen in WC	-1,46	-2,00	-1,00	-1,70	-1,76	-1,81	-1,87	-1,92	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	96,55	89,55	84,55	78,55	73,61	69,55	66,21	63,46	
AFA auf OAV	-14,60	-15,00	-15,00	-15,00	-13,94	-13,06	-12,34	-11,75	
AFA zu OAV	15,1%	16,8%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	
Investitionen in OAV	-19,50	-8,00	-10,00	-9,00	-9,00	-9,00	-9,00	-9,00	
Investiertes Kapital	150,55	145,55	141,55	137,25	134,07	131,83	130,36	129,53	
EBITDA	22,62	28,87	31,59	32,54	33,52	34,52	35,56	36,63	
Steuern auf EBITA	-2,41	-4,16	-4,98	-5,26	-5,87	-6,44	-6,97	-7,46	
Investitionen gesamt	-20,80	-9,85	-10,85	-10,70	-10,76	-10,81	-10,87	-10,92	
Investitionen in OAV	-19,50	-8,00	-10,00	-9,00	-9,00	-9,00	-9,00	-9,00	
Investitionen in WC	-1,46	-2,00	-1,00	-1,70	-1,76	-1,81	-1,87	-1,92	
Kaufpreiszahlungen	0,15	0,15	0,15	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	-0,59	14,86	15,77	16,58	16,88	17,27	17,73	18,24	164,10

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	162,43	164,30
Barwert expliziter FCFs	79,80	73,16
Barwert des Continuing Value	82,63	91,14
Nettoschulden (Net debt)	75,49	64,23
Wert des Eigenkapitals	86,94	100,06
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	86,94	100,06
Ausstehende Aktien in Mio.	29,93	29,93
Fairer Wert der Aktie in EUR	<b>2,90</b>	3,34

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,67
Eigenkapitalkosten	11,2%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	25,0%
WACC	<b>10,3%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	9,7%	10,0%	10,3%	10,6%	10,9%
12,0%	3,09	2,92	2,77	2,63	2,50
12,3%	3,16	2,99	2,84	2,70	2,56
12,5%	3,24	3,06	<b>2,90</b>	2,76	2,62
12,8%	3,31	3,13	2,97	2,82	2,68
13,0%	3,38	3,20	3,04	2,88	2,74

## ANHANG

### I.

#### **Research unter MiFID II**

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

### II.

#### **§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss**

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

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

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

#### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

#### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

#### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

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

#### **§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

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

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

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

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

**§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

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

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

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

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

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

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

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

**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

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

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

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

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

### **§ 2 (V) 3. Compliance:**

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

### **§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst**  
**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](mailto: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](mailto:office@gbc-ag.de)