



Researchstudie (Update)

MS Industrie AG



Deutliche Erholung im Powertrain-Segment erreicht Ultraschall-Sondermaschinen noch hinter Erwartungen Prognosen und Kursziel bestätigt

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 13

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

MS Industrie AG*5a,7,11

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

Aktueller Kurs: 2,00
09.09.21 / XETRA / 09:09 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005855183
WKN: 585518
Börsenkürzel: MSAG

Aktienanzahl³: 30,00
Marketcap³: 59,69
EnterpriseValue³: 120,60
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 59,0 %

Transparenzlevel:
General Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
Oddo Seydler Bank AG
Hauck & Aufhäuser

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 14

Unternehmensprofil

Branche: Industrie

Fokus: Motoren- und Antriebstechnik,
Ultraschalltechnik

Mitarbeiter: 723 (30.06.2021)

Gründung: 1991

Firmensitz: München



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

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2020	31.12.2021e	31.12.2022e	31.12.2023e
Umsatz	164,04	185,30	200,00	216,34
EBITDA	4,25	15,66	18,90	23,62
EBIT	-9,18	4,26	6,50	10,62
Jahresüberschuss	-7,47	1,81	3,92	6,46

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,25	0,06	0,13	0,22
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,04	0,06

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,74	0,65	0,60	0,56
EV/EBITDA	28,38	7,70	6,38	5,11
EV/EBIT	neg.	28,30	18,56	11,35
KGV	neg.	32,98	15,23	9,25
KBV	0,87			

Finanztermine

November 2021: Q3-Bericht 2021

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

02.06.2021: RS / 2,90 / KAUFEN

12.01.2021: RS / 2,20 / KAUFEN

26.11.2020: RS / 1,90 / KAUFEN

01.09.2020: RS / 1,90 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Die ersten sechs Monate 2021 waren bei der MS Industrie AG von deutlichen Erholungsanzeichen geprägt. Dies gilt insbesondere für das Powertrain-Segment, in dem die Gesellschaft, als Zulieferer kompletter Automotive-Systeme für schwere Motoren im Nutzfahrzeugbereich, von einem marktgetriebenen Nachfrageanstieg profitierte. Auf Basis des Zulassungsanstiegs schwerer LKW in Europa, der sich im ersten Halbjahr 2021 auf 40 % belaufen hatte, kletterten die Umsätze im Powertrain-Segment um 18,9 % auf 60,68 Mio. € (VJ: 51,04 Mio. €) deutlich an. Bereinigt um die Umsätze der zum 31.12.2020 veräußerten Tochtergesellschaft Elektromotorenwerk Grünhain lag der Umsatzanstieg im PTG-Segment sogar bei 46,3 %.
- Dem steht im Ultraschall-Segment mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 4,7 % auf 23,20 Mio. € (VJ: 22,16 Mio. €) eine deutlich niedrigere Dynamik gegenüber. Während im Bereich Serienmaschinen erwartungsgemäß eine Umsatzsteigerung erreicht wurde, liegen die Umsätze im Bereich Sondermaschinenbau noch hinter den Erwartungen zurück. Nach Unternehmensangaben sind die fehlenden Aufträge und die entsprechende niedrige Kapazitätsauslastung in diesem Bereich darauf zurückzuführen, dass aktuell weniger Face-Lifts oder Updates bei traditionellen Verbrennermodellen erfolgen. Zum Ende der Berichtsperiode hin konnte in diesem Bereich aber wieder eine Erholungstendenz bemerkt werden.
- Auf der insgesamt höheren Umsatzbasis verbesserten sich das EBITDA und das EBIT jeweils deutlich. Während das EBITDA auf 6,04 Mio. € (VJ: -2,79 Mio. €) zugelegt hat, lag das EBIT mit -1,04 Mio. € (VJ: -9,41 Mio. €) noch unterhalb des Break-Even. Ein Teil der Ergebnisverbesserung ist auch auf umgesetzte Einsparmaßnahmen zurückzuführen. So reduzierte sich etwa der Personalaufwand deutlich auf 25,27 Mio. € (VJ: 29,15 Mio. €). Dies ist insbesondere auf die Schließung des Standortes Zittau sowie auf den EMGR-Verkauf zurückzuführen, wodurch die Mitarbeiteranzahl auf 721 (VJ: 1.016 Mitarbeiter) deutlich gefallen ist. In Summe sollen die umgesetzten Kosteneinsparmaßnahmen den Break-Even-Umsatz um 20 % reduziert haben.
- Mit Veröffentlichung der Halbjahreszahlen 2021 hat das Management der MS-Gruppe die Prognosen bestätigt. Unverändert wird mit Umsatzerlösen in Höhe von 180 Mio. € und mit einer deutlichen Ergebnisverbesserung gerechnet. Das Powertrain-Segment sollte, wie auch schon in den ersten sechs Monaten, primär zum Umsatzwachstum beitragen. Der aktuelle Auftragsbestand liegt in diesem Bereich um rund 32 % über Vorjahreswert. Eine Steigerung des Umsatz- und Ergebnisniveaus dürfte zudem im Ultraschall-Segment erreicht werden. Hierzu sollten sowohl der Bereich Serienmaschinenbau als auch ein wieder anziehendes Geschäft im Sondermaschinenbau beitragen.
- Wir lassen unsere Umsatz-Prognosen weitestgehend unverändert, nehmen jedoch leichte Anpassungen bei den Ergebnisschätzungen vor. Dies vor dem Hintergrund, da aufgrund der geringen Kapazitätsauslastung im Ultraschall-Bereich, insbesondere im zweiten Quartal 2021 die Ergebnisentwicklung unter unseren Erwartungen geblieben war. Für das laufende Geschäftsjahr 2021 rechnen wir mit Umsätzen in Höhe von 185,30 Mio. €, einem EBIT in Höhe von 4,26 Mio. € (bisher: 4,96 Mio. €) und einem EAT in Höhe von 1,81 Mio. € (bisher: 2,37 Mio. €). Das Ergebnis unseres DCF-Bewertungsmodells ist mit 2,90 € je Aktie unverändert geblieben. Zwar hat die leichte Ergebnisprognoseanpassung zu einer Ergebnisreduktion geführt, dem steht ein kurzzielerhöhender Roll-Over-Effekt gegenüber. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

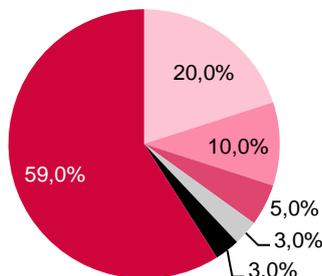
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Referenzkunden	4
Geschäftsentwicklung 1.HJ 2021	5
Umsatzentwicklung 1.HJ 2021	5
Ergebnisentwicklung 1.HJ 2021	6
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2020	7
Prognosen und Bewertung	8
Umsatz- und Ergebnisprognosen	8
Bewertung	11
Modellannahmen	11
Bestimmung der Kapitalkosten	11
Bewertungsergebnis	11
DCF-Modell	12
Anhang	13

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

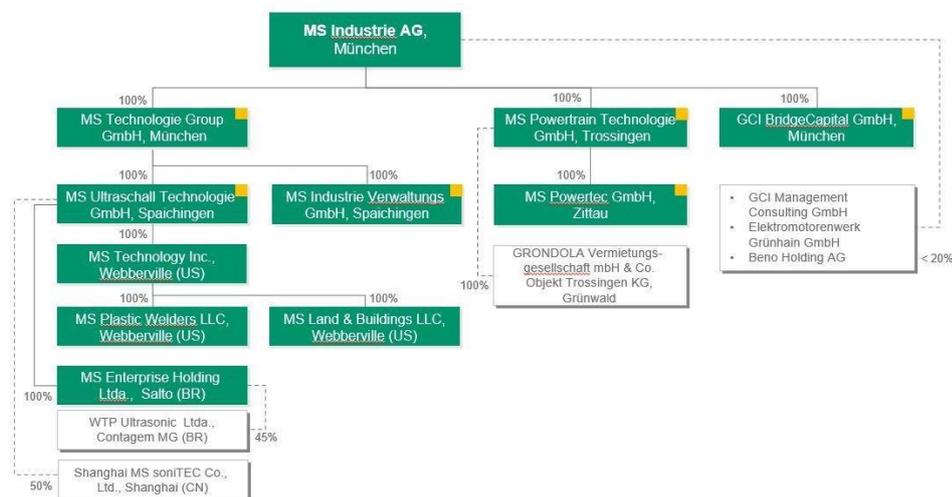
Anteilseigner	in %
MS ProActive	20%
Vorstand / Management	10%
BayernInvest KVG	5%
Universal-Investment	3%
LRI Invest	3%
Streubesitz	59%

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG



- MS ProActive
- Vorstand / Management
- BayernInvest KVG
- LRI Invest
- Universal-Investment
- Streubesitz

Konsolidierungskreis



Stand: Juli 2021

■ = mit Ergebnisabführungsvertrag zur jeweiligen Muttergesellschaft

--- = nicht (voll)konsolidiert

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Referenzkunden



GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2021

in Mio. €	1.HJ 2018	1.HJ 2019	1.HJ 2020	1.HJ 2021
Umsatzerlöse	140,32	124,42	73,06	83,82
EBITDA (Marge)	11,86 (8,4%)	30,45 (24,5%)	-2,79 (neg.)	6,04 (7,2%)
EBIT (Marge)	5,75 (4,1%)	23,05 (18,5%)	-9,41 (neg.)	-1,04 (neg.)
Periodenergebnis	3,62	20,09	-7,80	-0,95

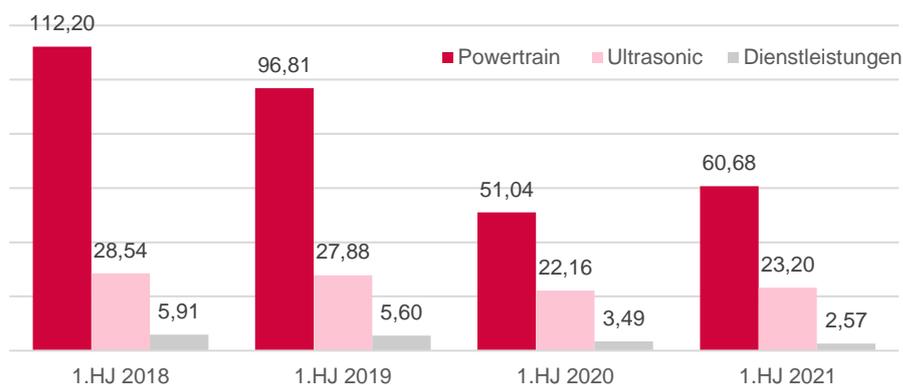
Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 1.HJ 2021

Die ersten sechs Monate 2021 waren für die MS Industrie AG von deutlichen Erholungsanzeichen geprägt. Belegt wird dies durch eine signifikante Verbesserung der Umsatzerlöse auf 83,82 Mio. € (VJ: 73,06 Mio. €) was einem Anstieg in Höhe von 14,7 % gleichkommt. Im Vorjahreswert waren allerdings noch Umsätze der zum 31.12.2020 veräußerten Tochtergesellschaft Elektromotorenwerk Grünhain (EMGR) in Höhe von rund 9,6 Mio. € enthalten. Gegenüber den bereinigten Vorjahresumsätzen in Höhe von rund 63,5 Mio. € hat die MS-Gruppe einen Umsatzanstieg in Höhe von 32,0 % erreicht.

In erster Linie ist diese Entwicklung auf deutlichen Steigerungen im Powertrain-Segment zurückzuführen. Hier profitierte die Gesellschaft, als Zulieferer kompletter Systeme für schwere Verbrennungsmotoren im Nutzfahrzeugsbereich, von einer gegenüber dem Vorjahr deutlichen Markterholung. Gemäß Branchendaten (Quelle: ACEA) wurden in den ersten sechs Monaten 2021 insgesamt nahezu 40 % mehr schwere Nutzfahrzeuge verkauft als im Vorjahreszeitraum. Hiervon profitierte die MS-Gruppe im Powertrain-Segment, in dem ein Umsatzanstieg in Höhe von 18,9 % bzw. bereinigt um den Wegfall der Grünhain-Umsätze in Höhe von 46,3 % erwirtschaftet wurde. Nachdem die Vorjahresperiode von einem starken Nachfragerückgang und Betriebsschließungen der wichtigsten MS-Kunden betroffen war, wird damit eine deutliche Erholungstendenz sichtbar. Die Umsatzlücke zum Vor-Corona-Niveau wurde aber noch nicht vollständig geschlossen.

Segmentbezogene Umsatzentwicklung auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

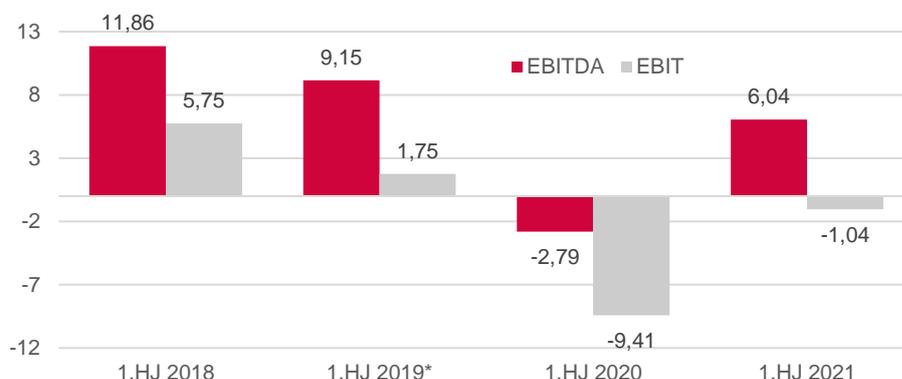
Dem steht im Ultraschall-Segment mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 4,7 % eine geringere Dynamik gegenüber. Insbesondere der umsatzstärkste Bereich der Sondermaschinen ist nach wie vor von einem flächendeckenden Umbau in der Automobilindustrie betroffen. Angesichts des aktuellen Strukturwandels im Hinblick auf neue Antriebe finden kaum noch Updates oder so genannte Face-Lifts bei bestehenden Fahrzeugmodellen statt, so dass in den ersten sechs Monaten 2021 gegenüber den Planzahlen eine Umsatzlücke von rund 10 Mio. € entstanden ist. Mit der positiven Geschäftsentwicklung

in den anderen Bereichen des Ultraschall-Segments, insbesondere bei Serienmaschinen konnte die hinter den Erwartungen liegende Entwicklung bei den Sondermaschinen etwas kompensiert werden.

Ergebnisentwicklung 1.HJ 2021

Auf Grundlage der höheren Umsatzbasis verbesserten sich das EBITDA und das EBIT jeweils deutlich. Während das EBITDA auf 6,04 Mio. € (VJ: -2,79 Mio. €) zugelegt hat, lag das EBIT mit -1,04 Mio. € (VJ: -9,41 Mio. €) noch unterhalb des Break-Even. Die Basis für die starke Ergebnisverbesserung liegt einerseits in der überproportionalen Verbesserung des Rohertrages auf 44,44 Mio. € (VJ: 37,87 Mio. €) und damit der Rohertragsmarge auf 53,0 % (VJ: 51,8 %). Gemäß Angaben des MS-Managements ist die Verbesserung der Rohertragsmarge eine Folge des geänderten Produktmix. Beispielsweise bewirkt im Bereich Ultraschall der höhere Anteil der Serienmaschinen einen relativen Rückgang beim Materialaufwand.

EBITDA und EBIT auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG; *bereinigt um Entkonsolidierungseffekt iHv. 21,3 Mio. €

Ein Teil der Ergebnisverbesserung ist auch auf umgesetzte Einsparmaßnahmen zurückzuführen. So reduzierte sich etwa der Personalaufwand deutlich auf 25,27 Mio. € (VJ: 29,15 Mio. €). Dies ist insbesondere auf die Schließung des Standortes Zittau sowie auf den EMGR-Verkauf zurückzuführen, wodurch die Mitarbeiteranzahl auf 721 (VJ: 1.016 Mitarbeiter) deutlich gefallen ist. In Summe sollen die umgesetzten Kosteneinsparmaßnahmen den Break-Even-Umsatz um 20 % reduziert haben.

Auch wenn ein insgesamt positiver Trend beim Ergebnis vorliegt, lag im Quartalsvergleich jedoch eine rückläufige Ergebnisentwicklung vor. Beim EBITDA verzeichnete die Gesellschaft, trotz einer leichten Umsatzsteigerung, einen deutlichen Rückgang von 4,7 Mio. € (Q1 2021) auf 1,34 Mio. € (Q2 2021), so dass insgesamt das operative Ergebnis noch hinter unseren Erwartungen liegt. Einen besonderen Einfluss auf das rückläufige Q2-Ergebnis hatte die relative Schwäche des Ultraschall-Bereichs Sondermaschinen, für den eine niedrige Kapazitätsauslastung vorlag. Zum Ende des zweiten Quartals 2021 hat der MS-Konzern auch im Bereich Sondermaschinenbau eine Nachfragebelebung verzeichnet.

Ausgehend vom negativen EBIT lag auch das Nachsteuerergebnis mit -0,95 Mio. € (VJ: -7,78 Mio. €) noch knapp im negativen Bereich.

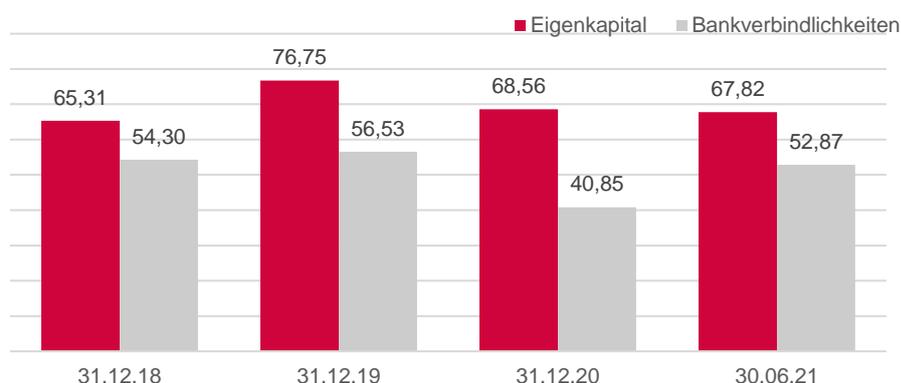
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2020

in Mio. €	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
Eigenkapital (EK-Quote)	65,31 (38,2%)	76,75 (37,1%)	68,56 (40,0%)	67,82 (37,4%)
Operatives Anlagevermögen	65,48	84,96	75,46	86,44
Net Working Capital	62,09	56,98	37,14	50,09
Finanzverschuldung	75,78	99,31	73,86	86,44
Liquide Mittel	2,26	9,18	4,46	7,76
Cashflow (operativ)	1,13	6,05	18,23	-7,26
Cashflow (Investition)	-12,37	6,03	-0,61	2,66
Cashflow (Finanzierung)	5,82	-9,35	-16,49	-11,26

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Infolge des negativen Periodenergebnisses hat sich das Eigenkapital auf 67,82 Mio. € (31.12.20: 68,56 Mio. €) leicht reduziert. Die dazugehörige EK-Quote hat sich aber aufgrund einer deutlichen Bilanzverlängerung deutlich stärker auf 37,4 % (40,0 %) gemindert. Die Bilanzverlängerung ist dabei in erster Linie eine Folge des Anstiegs des Nettoumlaufvermögens (Working Capital) auf 50,09 Mio. € (31.12.20: 37,14 Mio. €). Wir gehen davon aus, dass hier, neben Stichtagseffekten, eine „Normalisierung“ stattgefunden hat, nachdem zum 31.12.2020 die Vorräte und die kurzfristigen Forderungen ungewöhnlich niedrig waren.

Eigenkapital und Bankverbindlichkeiten (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Der Anstieg des Working Capital war für den starken Anstieg der gebundenen liquiden Mittel und damit für den Rückgang des operativen Cashflows auf -7,26 Mio. € (VJ: 6,34 Mio. €) verantwortlich. Diese Entwicklung geht mit unseren Erwartungen sowie mit der Guidance der Gesellschaft einher, die bereits im Vorfeld einen deutlichen Rückgang des operativen Cashflows, infolge des wachstumsbedingten Working Capital-Aufbaus, erwartet hatte. Trotz des positiven Investitions-Cashflows, der insbesondere einen Teil des Kaufpreises der Gnutti-Transaktion enthält, ist insgesamt ein negativer freier Cashflow in Höhe von -4,60 Mio. € (VJ: 7,37 Mio. €) verblieben. Dieser wurde über die Aufnahme neuer Bankverbindlichkeiten, die zum Bilanzstichtag 30.06.2021 auf 52,87 Mio. € (31.12.2020: 40,85 Mio. €) sichtbar angestiegen sind, aufgefangen.

PROGNOSEN UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2020	GJ 21e (alt)	GJ 21e (neu)	GJ 22e (alt)	GJ 22e (neu)	GJ 23e (alt)	GJ 23e (neu)
Umsatzerlöse	164,04	185,30	185,30	200,55	200,00	217,32	216,34
EBITDA	4,25	16,36	15,66	19,74	18,90	24,73	23,62
EBIT	-9,18	4,96	4,26	7,34	6,50	11,73	10,62
EAT	-7,47	2,37	1,81	4,59	3,92	7,23	6,46
EPS in €	-0,25	0,08	0,06	0,15	0,13	0,24	0,22

Quelle: MS Industrie AG, GBC AG

Umsatz- und Ergebnisprognosen

Mit Veröffentlichung der Halbjahreszahlen 2021 hat das Management der MS-Gruppe die bisherigen Prognosen bestätigt. Für das laufende Geschäftsjahr wird damit unverändert mit einem Konzern-Umsatz in Höhe von 180 Mio. € gerechnet, was gegenüber dem Vorjahr einem um den EMGR-Verkauf bereinigten Umsatzwachstum von ca. 25 % entspricht. Auf dieser Basis sollen alle relevanten Ergebniskennzahlen deutlich zulegen und unterm Strich ein positives Nachsteuerergebnis erwirtschaftet werden.

Der Blick auf die Auftragslage unterstützt die Erwartung einer im Vergleich zum ersten Halbjahr 2021 noch positiveren Entwicklung im zweiten Halbjahr 2021. Angesichts der marktbedingten Erholung der Nachfrage nach Nutzfahrzeugen lagen die Auftragsbestände im Powertrain-Segment um rund 32 % über dem Vorjahreswert, was bis zum Jahresende eine hohe Kapazitätsauslastung ermöglicht. Demnach sollte das Powertrain-Segment wesentlich zum Umsatzanstieg beitragen. Auch grundsätzlich wird hier mit einem strukturellen Nachfrageanstieg gerechnet, da einerseits das Durchschnittsalter der LKW weiter zugenommen hat und infolge des Wechsels auf E-Commerce die Fahrleistungen stark angestiegen sind. Zumindest für die kommenden Geschäftsjahre ist mit höheren LKW-Neuzulassungen zu rechnen. Zudem finden derzeit die Vorbereitungen für den Produktionsstart der neuen Aufträge statt. Ab dem kommenden Geschäftsjahr 2022 soll mit der Lieferung von Komponenten für schwere LKW der Traton-Gruppe begonnen werden und bis 2026 erwartet die MS Industrie AG zusätzliche Umsätze in Höhe von jährlich 25 – 30 Mio. € zu erwirtschaften. Die Entwicklung im PTG-Segment könnte laut MS-Management jedoch in den nächsten Monaten noch durch allgemeine Engpässe in den Lieferketten (Chipmangel) gedämpft bzw. verlangsamt werden.

Mit Corporate News vom 02.09.2021 hat die Gesellschaft zudem die Gewinnung neuer Serienaufträge für vier verschiedene Kunden gemeldet. Dabei handelt es sich um die Bearbeitung und Montage von Systemkomponenten für die LKW- und Bauindustrie und den Off-Highway-Bereich, eines Mechatronikdeckels sowie um eine Stückzahlenerhöhung eines Gehäuses für PKW-Hybridantriebe, wo die MS Industrie zum künftigen Alleinlieferant avanciert ist. Ab 2023 soll daraus, nach einer Anlaufphase, ein zusätzliches Serienumsatzvolumen in Höhe von jährlich 9,0 Mio. € hinzukommen.

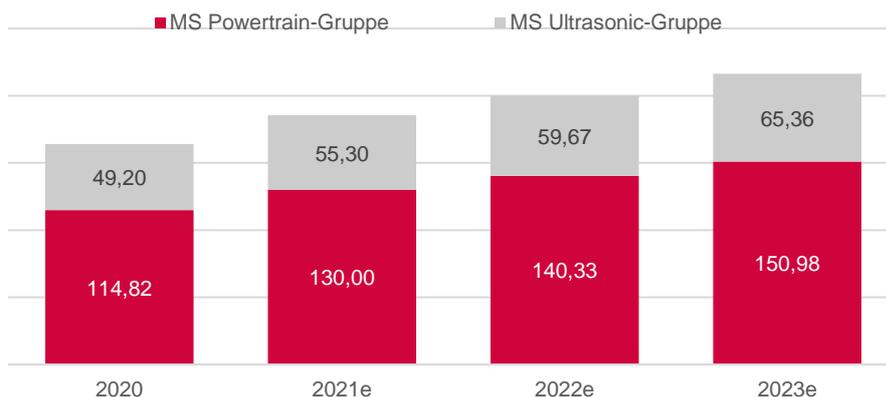
Darüber hinaus wird die Produktpalette im Powertrain-Bereich sukzessive erweitert, um auch neuartige Antriebssysteme zu adressieren. Hierzu gehören beispielsweise die Bearbeitung von Getriebegehäusen (E-Mobilität), Stack-Gehäusen (Brennstoffzellen) oder von Getriebegehäusen (Hybridantriebe).

Innerhalb des Ultraschall-Segments, bei dem die Auftragsbestände um rund -2 % unter Vorjahr ausgefallen sind, liegt eine heterogene Entwicklung vor. Einerseits wird bei den Sondermaschinen, analog zur unter den Erwartungen liegenden Entwicklung im ersten Halbjahr 2021, von einer weiterhin verhaltenen Geschäftsentwicklung ausgegangen. Erst ab dem kommenden Geschäftsjahr wird hier im Zusammenhang mit der wachsenden Modellvielfalt und der zunehmenden Leichtbauweise bei Fahrzeugen wieder mit positi-

ven Impulsen gerechnet. Demgegenüber sollten in 2021 die Ultraschall-Untersegmente Serienmaschinen, Systeme und Komponenten die Schwäche bei den Sondermaschinen zumindest teilweise auffangen.

Angesichts der unveränderten Guidance sowie der erwartungsgemäßen Umsatzentwicklung im ersten Halbjahr 2021 bestätigen wir unsere bisherigen Umsatzprognosen (siehe Researchstudie vom 02.06.2021). Analog zur Unternehmens-Guidance rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr mit Umsatzerlösen in Höhe von 185,30 Mio. €. Bereinigt um die EMGR-Veräußerung sollte der MS-Konzern im PTG-Segment ein besonders dynamisches Umsatzwachstum in Höhe von über 13,2 % auf rund 130,00 Mio. € erreichen können. Im Vergleich dazu rechnen wir im UTG-Segment für 2021 mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 12,4 %. In den kommenden Geschäftsjahren sollte aber der UTG-Bereich wieder deutlich wachsen. Besondere Wachstumsimpulse sollte der MS-Konzern dabei im Bereich der Serienmaschinen, Systeme und Komponenten sowie dem neuen Produktsegment Nonwovens erreichen. In Summe sollte in 2022, bei einem ungestörten Konjunkturverlauf, die Umsatzmarke von 200 Mio. € erreicht und in 2023 mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 8,2 % Umsatzerlöse in Höhe von 216,34 Mio. € erreicht werden können.

Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Der MS-Konzern hat die Ergebnisprognosen für 2021 unverändert gelassen. Im Wortlaut der Guidance liegt jedoch nur eine qualitative Aussage vor, die besagt, dass ein jeweils deutliches Ergebniswachstum erwartet wird. Wir nehmen jedoch die etwas unter den Erwartungen liegende Ergebnisentwicklung des zweiten Quartals 2021 zum Anlass, um eine etwas vorsichtigere Ergebnisprognose auszuformulieren.

EBIT- und EAT-Prognose (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Wir gehen zwar von einer deutlichen Ergebnisverbesserung im UTG-Segment aus, auf Gesamtjahresbasis könnte in diesem Segment ein Ergebnis knapp unterhalb des Break-Even erreicht werden. Aktuell rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr insgesamt mit einem EBIT in Höhe von 4,26 Mio. € (bisherige Prognose: 4,96 Mio. €) und einem Nachsteuerergebnis in Höhe von 1,81 Mio. € (bisher: 2,37 Mio. €). Von der etwas niedrigeren Basis ausgehend, haben wir auch für die folgenden Geschäftsjahre unsere Ergebnisprognosen leicht reduziert.

Bewertung

Modellannahmen

Die MS Industrie AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2021 bis 2023 in Phase 1, erfolgt von 2024 bis 2028 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 10,9 % 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 0,25 % (bisher: 0,25 %).**

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 9,44 % (bisher: 9,44 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90,0 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,73 % (bisher 8,73 %).

Bewertungsergebnis

Als Ergebnis des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 2,90 € (bisher: 2,90 €) ermittelt. Während die leichte Reduktion unserer Ergebnisprognosen zu einer Minderung des Ergebnisses geführt hat, hatte der Roll-Over-Effekt einen kursziel-erhöhenden Effekt.

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	10,9%	ewige EBITA - Marge	7,1%
AFA zu operativen Anlagevermögen	20,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	25,4%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	185,30	200,00	216,34	222,83	229,52	236,40	243,50	250,80	
US Veränderung	13,0%	7,9%	8,2%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,42	2,81	3,32	3,77	4,22	4,68	5,13	5,58	
EBITDA	15,66	18,90	23,62	24,33	25,06	25,81	26,59	27,38	
EBITDA-Marge	8,5%	9,4%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	
EBITA	4,26	6,50	10,62	11,33	13,26	14,97	16,51	17,92	
EBITA-Marge	2,3%	3,2%	4,9%	5,1%	5,8%	6,3%	6,8%	7,1%	7,1%
Steuern auf EBITA	-0,85	-1,30	-3,19	-3,40	-3,98	-4,49	-4,95	-5,38	
zu EBITA	20,0%	20,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	3,41	5,20	7,43	7,93	9,28	10,48	11,56	12,54	
Kapitalrendite	3,0%	4,2%	6,0%	6,6%	8,0%	9,3%	10,4%	11,5%	11,8%
Working Capital (WC)	47,20	52,00	55,00	56,65	58,35	60,10	61,90	63,76	
WC zu Umsatz	25,5%	26,0%	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%	
Investitionen in WC	-10,06	-4,80	-3,00	-1,65	-1,70	-1,75	-1,80	-1,86	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	76,56	71,16	65,16	59,16	54,36	50,51	47,43	44,97	
AFA auf OAV	-11,40	-12,40	-13,00	-13,00	-11,80	-10,84	-10,08	-9,46	
AFA zu OAV	14,9%	17,4%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
Investitionen in OAV	-12,50	-7,00	-7,00	-7,00	-7,00	-7,00	-7,00	-7,00	
Investiertes Kapital	123,76	123,16	120,16	115,81	112,70	110,61	109,34	108,73	
EBITDA	15,66	18,90	23,62	24,33	25,06	25,81	26,59	27,38	
Steuern auf EBITA	-0,85	-1,30	-3,19	-3,40	-3,98	-4,49	-4,95	-5,38	
Investitionen gesamt	-17,08	-8,09	-9,83	-8,48	-8,53	-8,75	-8,80	-8,86	
Investitionen in OAV	-12,50	-7,00	-7,00	-7,00	-7,00	-7,00	-7,00	-7,00	
Investitionen in WC	-10,06	-4,80	-3,00	-1,65	-1,70	-1,75	-1,80	-1,86	
Kaufpreiszahlungen	5,49	3,71	0,17	0,17	0,17	0,00	0,00	0,00	
Nicht liquiditätswirksame Effekte	-3,50	-3,50	-3,50	-3,50	-3,50	-3,50	-3,50	-3,50	
Freie Cashflows	-5,77	6,01	7,10	8,95	9,05	9,07	9,33	9,65	157,88

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	129,86	135,18
Barwert expliziter FCFs	41,97	39,61
Barwert des Continuing Value	87,89	95,57
Nettoschulden (Net debt)	53,12	48,71
Wert des Eigenkapitals	76,74	86,47
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	76,74	86,47
Ausstehende Aktien in Mio.	29,85	29,85
Fairer Wert der Aktie in EUR	2,57	2,90

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,67
Eigenkapitalkosten	9,4%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	23,9%
WACC	8,7%

Kapitalrendite	WACC				
	8,1%	8,4%	8,7%	9,0%	9,3%
11,3%	3,14	2,93	2,73	2,56	2,39
11,5%	3,24	3,02	2,82	2,63	2,47
11,8%	3,33	3,10	2,90	2,71	2,54
12,0%	3,42	3,19	2,98	2,79	2,61
12,3%	3,52	3,28	3,06	2,86	2,69

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

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

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

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

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

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

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

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

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

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst
Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Jörg Grunwald, Vorstand

§ 3 Urheberrechte

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de