



Researchstudie (Update)

MS Industrie AG



Verkauf und Entkonsolidierung des Ultraschall-Segments erfolgt; Halbjahreszahlen etwas unter unseren Erwartungen

Kursziel: 2,75 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 12

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 2,75 EUR
(bisher: 2,75 EUR)

Aktueller Kurs: 1,50
13.09.24 / XETRA / 13:19 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005855183
WKN: 585518
Börsenkürzel: MSAG

Aktienanzahl³: 30,00
Marketcap³: 44,95
EnterpriseValue³: 108,19
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 52 %

Transparenzlevel:
Freiverkehr

Marktsegment:
m:access

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 13

Unternehmensprofil

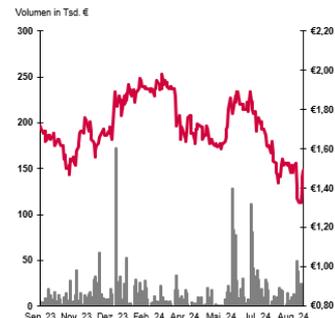
Branche: Industrie

Fokus: Motoren- und Antriebstechnik,
Ultraschalltechnik

Mitarbeiter: 783 (30.06.2024)

Gründung: 1991

Firmensitz: München



Die MS Industrie AG mit Sitz in München ist die gelistete Muttergesellschaft einer fokussierten Technologiegruppe mit den beiden Geschäftsfeldern der Antriebstechnik („MS XTEC“: Systeme und Komponenten für schwere Verbrennungsmotoren sowie hybride und elektrische Antriebsformen) und der Ultraschalltechnik („MS Ultrasonic“: Sondermaschinen, Serienmaschinen sowie Ultraschallsysteme und -komponenten). Zu den wesentlichen Kundenbranchen zählen die weltweite Nutzfahrzeug- und die PKW-Industrie, gefolgt von der Verpackungsmaschinenindustrie, der Medizintechnik und weiteren kunststoffverarbeitenden Branchen sowie dem allgemeinen Maschinen- und Anlagenbau. Im Juli 2024 hat sich die Schunk-Group mit einfacher Mehrheit an der MS Ultrasonic Technologie GmbH beteiligt. Seit dem erfolgten Vollzug wird der Geschäftsbereich MS Ultrasonic nicht mehr voll konsolidiert, sondern entsprechend der Beteiligungsquote als at-equity-Vermögenswert bilanziert.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2023	31.12.2024e	31.12.2025e	31.12.2026e
Umsatz	246,70	180,04	167,11	175,47
EBITDA	21,75	14,46	12,44	12,98
EBIT	9,36	5,70	5,55	6,09
Jahresüberschuss	4,45	3,24	5,79	7,07

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,15	0,11	0,19	0,24
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,44	0,60	0,65	0,62
EV/EBITDA	4,97	7,48	8,70	8,34
EV/EBIT	11,56	18,98	19,50	17,76
KGV	10,10	13,89	7,77	6,36
KBV	0,69			

Finanztermine

November 2024: Q3-Zahlen 2024

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

11.06.2024: RS / 2,75 / KAUFEN

05.12.2023: RS / 3,40 / KAUFEN

07.09.2023: RS / 3,40 / KAUFEN

29.06.2023: RS / 2,90 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Der nach den Rechnungslegungsvorschriften des HGB aufgestellte Halbjahresabschluss der MS Industrie AG weist erwartungsgemäß eine rückläufige Umsatzentwicklung auf 109,18 Mio. € (VJ: 128,04 Mio. €) aus. Dabei lag der Umsatzrückgang im Hauptsegment MS XTEC mit -9,8 % auf 78,21 Mio. € (VJ: 86,69 Mio. €) im Rahmen unserer Erwartungen. Ursächlich hierfür war insbesondere die vorherrschende Nachfrageschwäche im Nutzfahrzeugbereich. Diese spiegelt sich auch im Absatzrückgang im Segment Mercedes Benz des Hauptkunden Daimler Trucks wider, der im ersten Halbjahr mit -15,2 % deutlich ausfiel. Darüber hinaus war die Geschäftsentwicklung im Segment MS XTEC durch Verzögerungen beim Serienhochlauf des Traktor-Auftrags geprägt.
- Schwächer als von uns erwartet entwickelte sich das inzwischen mehrheitlich veräußerte Segment Ultraschall. Hier fiel der Umsatzrückgang mit 25,2 % auf 30,78 Mio. € (VJ: 41,16 Mio. €) sogar deutlich zweistellig aus. Grund hierfür war eine konjunkturbedingte Nachfrageschwäche im Serien- und Sondermaschinenbau.
- Der deutliche Umsatzrückgang spiegelt sich in einem ebenfalls sichtbaren Rückgang des operativen Ergebnisses wider. Sowohl das EBITDA reduzierte sich auf 7,91 Mio. € (VJ: 12,11 Mio. €) als auch das EBIT ging sichtbar auf 2,79 Mio. € (VJ: 7,45 Mio. €) zurück. Auch auf EBT-Basis, die eine bessere Vergleichbarkeit der nunmehrigen HGB-Zahlen mit den historischen IFRS-Zahlen ermöglicht, verzeichnete das Unternehmen einen deutlichen Rückgang auf 0,36 Mio. € (VJ.: 5,87 Mio. €). Hier wirkten sich das gestiegene Zinsniveau sowie die erhöhten Finanzverbindlichkeiten zusätzlich belastend aus.
- Im Rahmen des Halbjahresberichtes hat das Management der MS Industrie AG erstmals eine Guidance abgegeben, die den mehrheitlichen Verkauf des Ultraschallsegments berücksichtigt. Für das laufende Geschäftsjahr rechnet die Gesellschaft mit einem Umsatzvolumen von rund 180 Mio. € und erwartet weiterhin ein deutlich positives Jahresergebnis. Nach der Entkonsolidierung des Ultraschallbereichs zum 30.06.2024 werden im zweiten Halbjahr 2024 nur noch die Umsätze der MS XTEC enthalten sein. Für die kommenden Geschäftsjahre erwartet das MS-Management einen Anstieg des Geschäftsvolumens auf über 170 Mio. € pro Jahr. Wir haben unsere Umsatzschätzungen an diese vom Unternehmen kommunizierte Marke angepasst und rechnen mit einer Überschreitung ab dem Geschäftsjahr 2026.
- Der Wegfall der margenstärkeren Ultraschallumsätze wird zunächst zu einem Rückgang des EBIT führen. Zudem wird das EBIT nach HGB (ab 2024) im Vergleich zu IFRS (bis 2023) optisch darunter leiden, dass die gesamten Leasingaufwendungen im operativen Aufwand ausgewiesen werden, während nach IFRS ein Teil dieser Aufwendungen im Finanzergebnis enthalten ist. Daher ist mit einem nachhaltigen Rückgang des EBIT unterhalb des Niveaus des Geschäftsjahres 2023 zu rechnen. Dem steht jedoch eine deutliche Steigerung des Finanzergebnisses gegenüber, so dass das Nachsteuerergebnis in den kommenden Geschäftsjahren überproportional zulegen sollte.
- Gemäß dem angepassten DCF-Bewertungsmodell beträgt der faire Wert je Aktie unverändert 2,75 € (bisher: 2,75 €). Auf der einen Seite steht ein modelltechnischer Bewertungsanstieg, der auf den Rollover-Effekt zurückzuführen ist. Demgegenüber steht aber ein aus der Anpassung der Schätzungen resultierender Rückgang des fairen Wertes. Wir vergeben weiter das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

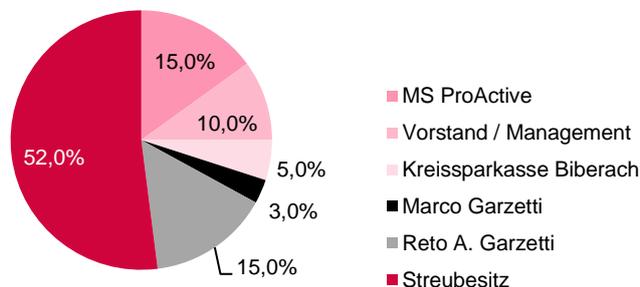
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Strategische Partnerschaft für MS Ultrasonic	4
Konsolidierungskreis (vereinfacht)	4
Geschäftsentwicklung 1.HJ 2024	5
Umsatzentwicklung 1.HJ 2024	5
Ergebnisentwicklung 1.HJ 2024	6
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2024	7
Prognosen und Bewertung	8
Bewertung	10
Modellannahmen	10
Bestimmung der Kapitalkosten	10
Bewertungsergebnis	10
DCF-Modell	11
Anhang	12

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Anteils-/Stimmrechtseigner	in %
MS ProActive	15,0%
Vorstand / Management	10,0%
Reto A. Garzetti	15,0%
Kreissparkasse Biberach	5,0%
Marco Garzetti	3,0%
Streubesitz	52,0%

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

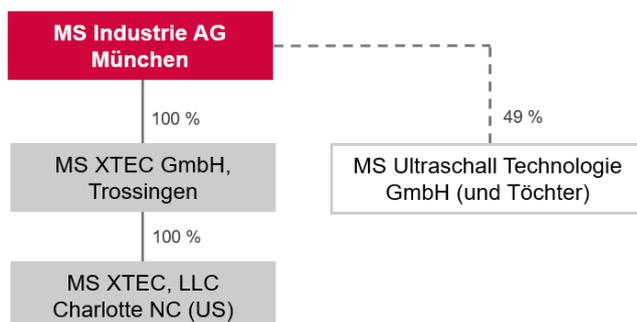


Strategische Partnerschaft für MS Ultrasonic

Mit Ad-hoc-Mitteilung vom 31.05.2024 hat die MS Industrie AG bekannt gegeben, dass sich die Schunk Sonosystems GmbH mit Sitz in Wettenberg mit einer einfachen Mehrheit an der MS Ultraschall Technologie GmbH beteiligt. Die Transaktion wurde am 05. Juli 2024 vollzogen. Mit dem Halbjahresbericht 2024 hat die Gesellschaft erstmals bekannt gegeben, dass der Mittelzufluss aus der Transaktion rund 45 Mio. € beträgt. Mit Vollzug der Transaktion wird der Geschäftsbereich Ultraschall nicht mehr vollkonsolidiert, sondern entsprechend der Beteiligungsquote als at-equity-Vermögenswert bilanziert.

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

Konsolidierungskreis (vereinfacht)



Quelle: MS Industrie AG

GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2024

in Mio. €	1.HJ 2021	1.HJ 2022	1.HJ 2023	1.HJ 2024
	IFRS	IFRS	HGB	HGB
Umsatzerlöse	83,82	97,02	128,04	109,18
EBITDA (Marge)	6,04 (7,2%)	10,03 (10,3%)	12,11 (9,5%)	7,91 (7,2%)
EBIT (Marge)	-1,04 (neg.)	4,22 (4,4%)	7,45 (5,8%)	2,79 (2,6%)
Periodenergebnis	-0,95	2,54	4,74	1,98

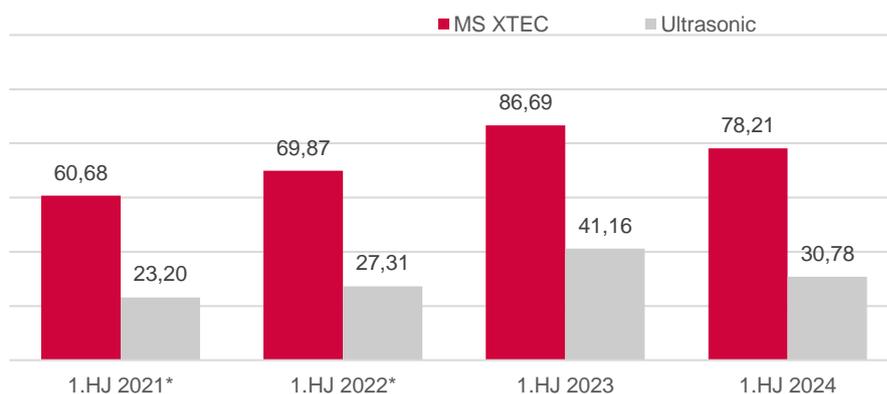
Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 1.HJ 2024

Der Halbjahresabschluss 2024 wurde nach den Rechnungslegungsvorschriften des HGB erstellt, nachdem die Abschlüsse der Vorjahre nach IFRS aufgestellt wurden. Die Zahlen der Vergleichsperiode des Vorjahres wurden ebenfalls rückwirkend angepasst. Eine Änderung ergibt sich in der Umsatzrealisierung, die zu einer Erhöhung der im Vorjahreszeitraum ausgewiesenen Umsatzerlöse auf 128,04 Mio. € (nach IFRS: 125,78 Mio. €) geführt hat. Darüber hinaus führte der Wegfall des IFRS 16 zu einer Reduzierung der Abschreibungen, denen eine Erhöhung der sonstigen Aufwendungen gegenübersteht, so dass insgesamt ein niedrigeres EBITDA und EBIT ausgewiesen wird.

Wie erwartet verzeichnete das Unternehmen im ersten Halbjahr einen Umsatzrückgang von -14,7 % auf 109,18 Mio. € (VJ: 128,04 Mio. €), der jedoch stärker ausfiel als von uns erwartet. Dies ist insbesondere auf die schwache Umsatzentwicklung im Segment Ultraschall zurückzuführen, das mit Umsatzerlösen in Höhe von 30,78 Mio. € (VJ: 41,16 Mio. €) deutlich um 25,2 % hinter dem Vorjahr zurückblieb. Nach Unternehmensangaben waren alle Bereiche dieses Segments von einer konjunkturell bedingten Nachfrageschwäche betroffen.

Segment-Entwicklung auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG: *bis zum 1.HJ 2022 IFRS-Zahlen

Die Umsatzentwicklung im Segment MS XTEC mit einem Rückgang um -9,8 % auf 78,21 Mio. € (VJ: 86,69 Mio. €) entsprach hingegen unseren Erwartungen. Ursächlich hierfür war insbesondere die aktuelle Nachfrageschwäche im Bereich der schweren Nutzfahrzeuge, die zu geringeren Abrufen seitens der Hauptkunden der MS Industrie AG führte. Daimler Truck als wichtigster Kunde in diesem Segment verzeichnete im ersten Halbjahr einen deutlichen Absatzrückgang auf 62.489 Einheiten (VJ. 73.728), der im Wesentlichen auf eine schwächere Nachfrage in Europa zurückzuführen ist. Darüber hinaus kam es beim Tratron-Auftrag zu Verzögerungen beim Serienhochlauf. Über das gesamte Markenportfolio hinweg verzeichnete auch Tratron im ersten Halbjahr einen Absatzrückgang von -5,3 %.

Ergebnisentwicklung 1.HJ 2024

Der starke Umsatzrückgang spiegelt sich in einem ebenso deutlichen Rückgang des operativen Ergebnisses wider. Sowohl das EBITDA in Höhe von 7,91 Mio. € (VJ: 12,11 Mio. €) als auch das EBIT in Höhe von 2,79 Mio. € (VJ: 7,45 Mio. €) lagen deutlich unter den Vorjahreswerten. Trotz des deutlichen Ergebnisrückgangs ist die Steigerung der Rohertragsmarge auf 52,1 % (VJ: 48,9 %) positiv hervorzuheben, wodurch der Ergebnisrückgang etwas abgemildert werden konnte. Wie bereits im ersten Quartal erkennbar, dürfte diese Verbesserung auf einen veränderten Produktmix sowie auf Aufträge, die zu verbesserten Konditionen abgewickelt werden konnten, zurückzuführen sein.

Negativ auf den Finanzaufwand wirkte sich das insgesamt gestiegene Zinsniveau aus, das insbesondere den kurzfristigen Teil der Bankverbindlichkeiten betraf. Im ersten Halbjahr 2024 erhöhten sich die ausstehenden Finanzverbindlichkeiten netto um 2,90 Mio. €, was sich zusätzlich auf das Finanzergebnis in Höhe von insgesamt -2,43 Mio. € (VJ: -1,59 Mio. €) auswirkte.

Auf EBT-Basis, wo eine historische Vergleichbarkeit mit den IFRS-Kennzahlen eine höhere Aussagekraft hat, erreichte die MS Industrie AG mit 0,36 Mio. € (VJ: 5,87 Mio. €) den Break-Even. Neben dem umsatzbedingt niedrigeren EBIT wirkten sich die höheren Finanzaufwendungen zusätzlich negativ auf das EBT aus.

EBT-Entwicklung auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG; *bis zum 1.HJ 2022 IFRS-Zahlen

Das Ergebnis nach Steuern lag aufgrund eines positiven Steuereffektes mit 1,99 Mio. € über dem Vorjahreswert (Vorjahr: 4,74 Mio. €). Der Steuerertrag resultiert aus der Bildung von latenten Steuern auf Verlustvorträge.

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2024

in Mio. €	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2023	30.06.2024
	IFRS	IFRS	HGB	HGB
Eigenkapital (EK-Quote)	71,70 (34,1%)	74,90 (37,0%)	65,51 (35,6%)	66,49 (35,0%)
Operatives Anlagevermögen	91,65	96,30	75,17	80,56
Net Working Capital	52,54	48,90	52,06	53,34
Finanzverschuldung	92,20	86,70	65,98	68,88
Liquide Mittel	2,35	2,12	2,50	2,87
Cashflow (operativ)	1,87	21,06	21,06	6,78
Cashflow (Investition)	-3,76	-6,86	-6,86	-10,04
Cashflow (Finanzierung)	-7,15	-13,28	-13,28	7,73

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Mit der erstmaligen Anwendung der HGB-Rechnungslegungsvorschriften ergeben sich wesentliche Veränderungen in der Vermögenslage der MS Industrie AG. Um diese zu verdeutlichen, haben wir in der vorstehenden Tabelle sowohl die IFRS-Bilanz zum Ende des Geschäftsjahres 2023 als auch die rückwirkend angepassten HGB-Zahlen dargestellt. Grundsätzlich zeigt sich mit dem Rückgang der Bilanzsumme von 202,42 Mio. € (IFRS) auf 184,22 Mio. € (HGB) eine deutliche Bilanzverkürzung, die sich auf der Aktivseite insbesondere im Bereich des operativen Anlagevermögens widerspiegelt. Der Rückgang von 96,30 Mio. € (IFRS) auf 75,17 Mio. € (HGB) gibt im Wesentlichen den Wegfall des IFRS 16 wider, wonach Miet- und Leasingverträge im Anlagevermögen zu bilanzieren sind. Derselbe IFRS-Standard führt auf der Passivseite zu einem deutlich niedrigeren Ausweis der Finanzschulden. Trotz der Bilanzverkürzung bleibt die Eigenkapitalquote mit 35,6 % (HGB) auf dem IFRS-Niveau (37,0 %), was auf den niedrigeren Eigenkapitalausweis nach HGB zurückzuführen ist. Dies ist insbesondere auf den Wegfall der Fair-Value-Bewertung der gehaltenen Immobilien (Webberville; Zittau) zurückzuführen.

Like-for-Like, d.h. auf gleicher Bilanzierungsbasis, ergeben sich in den ersten sechs Monaten 2024 nur geringfügige Veränderungen. Im Vergleich zum Geschäftsjahresende 2023 ist vor allem der Anstieg der Finanzverbindlichkeiten um 2,90 Mio. € hervorzuheben. Obwohl die MS Industrie AG im ersten Halbjahr mit 6,78 Mio. € (1. HJ 23: 9,68 Mio. €) erneut einen hohen, über dem operativen Ergebnis liegenden operativen Cashflow erwirtschaftete, standen diesem Investitionen in Höhe von 10,04 Mio. € (1. HJ 23: 4,55 Mio. €) gegenüber. Diese wurden jedoch größtenteils über Mietkauf finanziert, was zu einem liquiditätswirksamen Anstieg der sonstigen Finanzverbindlichkeiten führte.

Die kommende Bilanz des Unternehmens wird voraussichtlich von weiteren deutlichen Veränderungen geprägt sein. Mit dem im Zuge der Schunk-Transaktion geflossenen 45 Mio. € wurden bereits sämtliche Bankverbindlichkeiten des Ultraschallbereichs sowie der überwiegende Teil der Verbindlichkeiten der MS XTEC getilgt. Zusammen mit der Entkonsolidierung der Ultraschall-Tochter wird sich die Bilanzsumme erwartungsgemäß um rund 60 Mio. € reduzieren. Im Gegenzug wird die neue MS-Gruppe eine Eigenkapitalquote von über 50 % ausweisen.

PROGNOSEN UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2023	GJ 24e (alt)	GJ 24e (neu)	GJ 25e (alt)	GJ 25e (neu)	GJ 26e (alt)	GJ 26e (neu)
Umsatzerlöse	246,70	182,18	180,04	173,41	167,11	185,75	175,47
davon MS XTEC	169,85	149,21	149,21	173,41	167,11	185,75	175,47
davon Ultraschall	78,34	32,97	30,78	-	-	-	-
EBIT (EBIT-Marge)	9,36 (3,8%)	6,74 (3,7%)	5,70 (3,2%)	7,92 (4,6%)	5,55 (3,3%)	9,20 (5,0 %)	6,09 (3,5%)
Jahresüberschuss	4,45	3,91	3,24	6,44	5,79	7,96	7,07
EPS in €	0,15	0,13	0,11	0,22	0,19	0,27	0,24

Quelle: MS Industrie AG, GBC AG

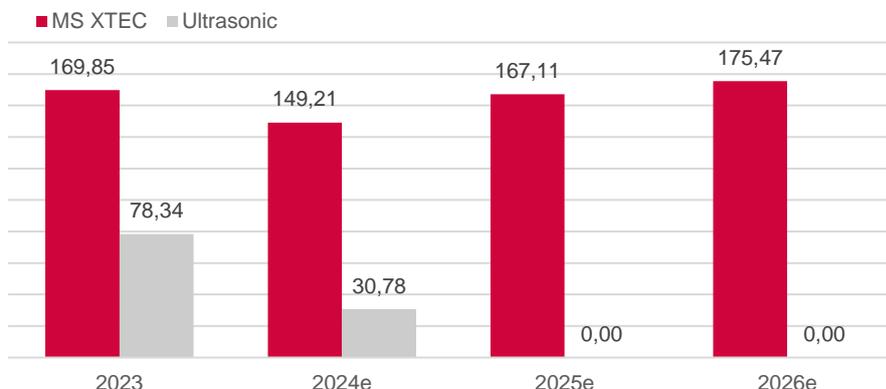
Im Rahmen des Halbjahresberichts hat das Management der MS Industrie AG erstmals eine Guidance abgegeben, die den mehrheitlichen Verkauf des Ultraschallsegments berücksichtigt. Für das laufende Geschäftsjahr rechnet die Gesellschaft mit einem Umsatzvolumen von rund 180 Mio. € und erwartet weiterhin ein deutlich positives Jahresergebnis. Nach der Entkonsolidierung des Ultraschallbereichs auf Basis der Halbjahreszahlen 2024 werden im zweiten Halbjahr 2024 nur noch die Umsätze der MS XTEC enthalten sein. Auf Gesamtjahresbasis sollte die MS XTEC einen Umsatz von rund 150 Mio. € erwirtschaften, was nach dem Halbjahreswert von 78,21 Mio. € eine realistische Annahme ist. Der im Segment Ultraschall erzielte Halbjahresumsatz in Höhe von 30,78 Mio. € entspricht damit dem Gesamtjahresbeitrag dieser Tochtergesellschaft. Im zweiten Halbjahr 2024 wird das Nachsteuerergebnis dieser Gesellschaft anteilig im Finanzergebnis (at equity) erfasst.

Das Segment MS XTEC dürfte daher im laufenden Geschäftsjahr von einer weiterhin verhaltenen Nachfrage geprägt sein. Dies zeigt sich in der rückläufigen Entwicklung des Auftragseingangs, der zum 30. Juni um rund 18 % unter dem Auftragsbestand des Vorjahres lag. Ein weiterer Beleg für die sich abschwächende Nachfrage nach Nutzfahrzeugen sind die Prognosen der Hauptkunden Daimler und Traton, die jeweils mit rückläufigen Absatzzahlen rechnen. Daimler Trucks geht weiterhin von einem Absatz von 140 bis 160 Tsd. Fahrzeugen im Segment Mercedes-Benz aus, was am unteren Ende einem Absatzrückgang von 11,7 % entsprechen würde. Traton geht unverändert von einer Absatzentwicklung in einer Bandbreite von -5 % bis 10 % aus. Vor diesem Hintergrund rechnet der Vorstand der MS Industrie AG erst ab 2025 wieder mit einem Anstieg der Lkw-Zulassungszahlen im Schwerlastbereich und erwartet in den nächsten Jahren einen Anstieg des Geschäftsvolumens auf über 170 Mio. € pro Jahr. Schließlich ist zu erwähnen, dass langfristige Verträge bis 2031 mit einem kumulierten Umsatzvolumen von rund 1,2 Mrd. € bestehen.

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

Unsere Umsatzschätzungen für das laufende Geschäftsjahr 2024 haben wir aufgrund der leicht unter unseren Erwartungen liegenden Halbjahresumsätze im Bereich Ultraschall leicht nach unten angepasst. Wir rechnen nun mit Umsatzerlösen in Höhe von 180,04 Mio. € (bisher: 182,18 Mio. €), was ausschließlich auf unsere reduzierte Umsatzerwartung im Bereich Ultraschall in Höhe von 30,78 Mio. € (bisher: 32,97 Mio. €) zurückzuführen ist. Unsere Umsatzschätzungen der kommenden beiden Geschäftsjahre berücksichtigen die Mittelfristerwartung der Gesellschaft, die in den kommenden Jahren für MS XTEC ein Geschäftsvolumen von über 170 Mio. € in Aussicht stellt. Mit der Überschreitung dieser Marke rechnen wir ab dem Geschäftsjahr 2026:

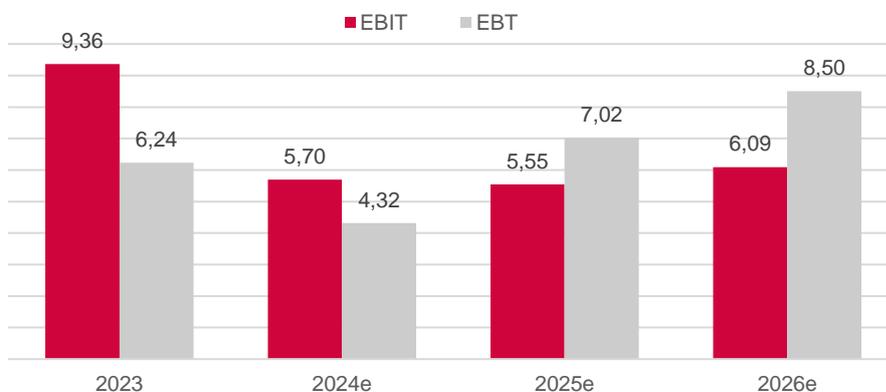
Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Da das operative Ergebnis im ersten Halbjahr 2024 stärker unter unseren Erwartungen lag, passen wir es im Verhältnis zum Umsatzrückgang etwas deutlicher an. Grundsätzlich geht der Wegfall der margenstärkeren Ultraschallumsätze zunächst mit einem Rückgang des EBIT einher. Nach HGB (ab 2024) wird das EBIT im Vergleich zu IFRS (bis 2023) optisch noch darunter leiden, dass die gesamten Miet- und Leasingaufwendungen im operativen Aufwand ausgewiesen werden, während nach IFRS ein Teil dieser Aufwendungen im Finanzergebnis enthalten ist. Auf Ebene des EBT sollte daher eine bessere Vergleichbarkeit gegeben sein.

Prognose EBIT und EBT (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Wir reduzieren unsere EBIT-Schätzung für das laufende Geschäftsjahr auf 5,70 Mio. € (bisher: 6,74 Mio. €). Ausgehend von den ebenfalls reduzierten Umsatzschätzungen für die kommenden Geschäftsjahre passen wir auch unsere Ergebnisprognosen für die Geschäftsjahre 2025 und 2026 nach unten an. Dass das von uns erwartete EBT über dem erwarteten EBIT liegt, ist auf den künftig im Finanzergebnis ausgewiesenen At-Equity-Ergebnisbeitrag der Ultraschall-Tochter zurückzuführen. Darüber hinaus hat die Gesellschaft die Zuflüsse in Höhe von 45 Mio. € zur Rückführung von Finanzverbindlichkeiten verwendet, was zu einer deutlichen Reduzierung der Zinsbelastung führen wird. Insgesamt sollte die MS Industrie AG daher künftig ein positives Finanzergebnis ausweisen.

Bewertung

Modellannahmen

Die MS Industrie AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2023 bis 2025 in Phase 1, erfolgt von 2026 bis 2030 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 % (bisher: 3,0 %). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 10,0 % (bisher: 10,0%) angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 25,3 % (bisher: 25,3 %) in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 3,0 % (bisher: 3,0 %).

Bestimmung der Kapitalkosten

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

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

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

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

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

Bewertungsergebnis

Gemäß dem angepassten DCF-Bewertungsmodell beträgt der faire Wert je Aktie unverändert 2,75 € (bisher: 2,75 €). Auf der einen Seite steht ein modelltechnischer Bewertungsanstieg, der auf den Rollover-Effekt zurückzuführen ist. Demgegenüber steht aber ein aus der Anpassung der Schätzungen resultierender Rückgang des fairen Wertes.

DCF-Modell

MS Industrie AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	10,0%	ewige EBITA - Marge	7,1%
AFA zu operativen Anlagevermögen	9,5%	effektive Steuerquote im Endwert	26,0%
Working Capital zu Umsatz	14,3%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	180,04	167,11	175,47	184,24	193,45	203,12	213,28	223,95	
US Veränderung	-27,0%	-7,2%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,47	2,30	2,43	2,57	2,71	2,86	3,01	3,17	
EBITDA	14,46	12,44	12,98	18,42	19,35	20,31	21,33	22,39	
EBITDA-Marge	8,0%	7,4%	7,4%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
EBITA	5,70	5,55	6,09	11,54	12,49	13,50	14,54	15,63	
EBITA-Marge	3,2%	3,3%	3,5%	6,3%	6,5%	6,6%	6,8%	7,0%	7,1%
Steuern auf EBITA	-1,42	-0,98	-1,54	-2,92	-3,16	-3,41	-3,68	-3,96	
zu EBITA	25,0%	17,6%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	26,0%
EBI (NOPLAT)	4,27	4,57	4,55	8,62	9,33	10,08	10,86	11,68	
Kapitalrendite	3,4%	3,6%	3,6%	6,8%	7,2%	7,6%	8,1%	8,5%	8,7%
Working Capital (WC)	53,16	54,16	55,16	57,75	60,48	63,35	66,36	69,52	
WC zu Umsatz	29,5%	32,4%	31,4%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	
Investitionen in WC	-1,10	-1,00	-1,00	-2,59	-2,73	-2,87	-3,01	-3,16	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	72,91	72,53	72,14	71,75	71,40	71,08	70,79	70,53	
AFA auf OAV	-8,76	-6,89	-6,89	-6,89	-6,85	-6,82	-6,79	-6,76	
AFA zu OAV	12,0%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	
Investitionen in OAV	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	
Investiertes Kapital	126,08	126,69	127,30	129,50	131,88	134,43	137,16	140,06	
EBITDA	14,46	12,44	12,98	18,42	19,35	20,31	21,33	22,39	
Steuern auf EBITA	-1,42	-0,98	-1,54	-2,92	-3,16	-3,41	-3,68	-3,96	
Investitionen gesamt	37,40	-7,50	-7,50	-9,09	-9,23	-9,37	-9,51	-9,66	
Investitionen in OAV	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	
Investitionen in WC	-1,10	-1,00	-1,00	-2,59	-2,73	-2,87	-3,01	-3,16	
Kaufpreiszahlungen	45,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Nicht liquiditätswirksame Effekte	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	50,43	3,96	3,94	6,42	6,95	7,53	8,14	8,78	107,51

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	83,70	88,41
Barwert expliziter FCFs	29,78	28,91
Barwert des Continuing Value	53,91	59,50
Nettoschulden (Net debt)	11,54	6,11
Wert des Eigenkapitals	72,15	82,30
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	72,15	82,30
Ausstehende Aktien in Mio.	29,96	29,96
Fairer Wert der Aktie in EUR	2,41	2,75

Kapitalkostenermittlung:

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

Kapitalrendite	WACC				
	9,8%	10,1%	10,4%	10,7%	11,0%
8,2%	2,80	2,68	2,57	2,47	2,38
8,4%	2,90	2,77	2,66	2,56	2,46
8,7%	2,99	2,87	2,75	2,64	2,54
8,9%	3,09	2,96	2,83	2,72	2,62
9,2%	3,19	3,05	2,92	2,80	2,70

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

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

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

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

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

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

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

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

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

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

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

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