



Researchstudie (Update)

MS Industrie AG



Halbjahres-Umsätze im Rahmen der Erwartungen; bereinigtes EBIT schwächer als erwartet; Markteintrübung wird sichtbar; Prognosen und Kursziel reduziert

Kursziel: 4,10 €

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: 4,10 EUR
(bisher: 6,00 EUR)

Aktueller Kurs: 1,94
28.08.2019 XETRA / 12:44 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005855183
WKN: 585518
Börsenkürzel: MSAG

Aktienanzahl³: 30,00
Marketcap³: 58,20
EnterpriseValue³: 120,33
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 60,0 %

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

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 14

Unternehmensprofil

Branche: Industrie

Fokus: Motoren- und Antriebstechnik, Ultraschalltechnik und Elektromotoren

Mitarbeiter: Ø 1.194 (1.HJ 2019)

Gründung: 1991

Firmensitz: München

Vorstand: Dr. Andreas Aufschneider, Armin Distel

Volumen in Tsd. €



Die MS Industrie AG mit Sitz in München ist die börsennotierte Muttergesellschaft einer fokussierten Industriegruppe der Antriebstechnik und des Spezialmaschinenbaus im deutschen Mittelstand. Im Rahmen ihrer Wachstumsstrategie konzentriert sich die MS Industrie AG auf Mehrheitsbeteiligungen an profitablen Unternehmen mit hohem Wertsteigerungspotenzial im deutschsprachigen Mittelstand in den Bereichen Motoren- und Antriebstechnik, Ultraschall-/Schweißtechnik sowie Elektromotoren. Ursprünglich in 1991 gegründet, erfolgte im Jahr 2001 der Gang an die Frankfurter Börse. Seit 2012 fokussierte sie sich als MS Industrie AG auf Produktionsunternehmen in den oben genannten Bereichen.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2018	31.12.2019e	31.12.2020e	31.12.2021e
Umsatz	282,75	230,00	211,48	229,78
EBITDA	22,78	39,18	20,47	23,61
EBIT	10,76	24,78	6,47	9,71
Jahresüberschuss	7,11	20,36	3,35	5,82

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,24	0,68	0,11	0,19
Dividende je Aktie	0,03	0,09	0,09	0,04

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,43	0,52	0,57	0,52
EV/EBITDA	5,28	3,07	5,88	5,10
EV/EBIT	11,18	4,86	18,60	12,39
KGV	8,19	2,86	17,36	10,00
KBV	0,89			

Finanztermine

November 2019: Q3-Bericht 2019

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

06.05.2019: RS / 6,00 / KAUFEN

15.04.2019: RS / 6,00 / KAUFEN

23.11.2018: RS / 5,60 / KAUFEN

08.06.2018: RS / 5,70 / KAUFEN

08.12.2017: RS / 5,20 / 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 MS Industrie AG hat für die ersten sechs Monate 2019 erwartungsgemäß einen deutlichen Rückgang der Umsatzerlöse auf 124,42 Mio. € (VJ: 140,32 Mio. €) ausgewiesen. Es gilt jedoch die weggefallenen Umsätze des im April 2019 veräußerten Powertrain-Segments in Nordamerika zu berücksichtigen, mit dessen Veräußerung sich der Jahresumsatz um rund 80 Mio. € reduziert. Bereinigt um diesen Effekt (Wegfall von 20 Mio. € im ersten Halbjahr 2019) hätte der MS-Konzern sogar ein leichtes Umsatzwachstum in Höhe von 1,3 % erzielt, was als eine Folge einer zumindest im ersten Halbjahr 2019 weiterhin positiven Entwicklung der LKW-Neuzulassungszahlen in Europa zu verstehen ist.
- Nach dem Verkauf der US-Aktivitäten im Powertrain-Segment spielen für die MS Industrie AG die Neuzulassungszahlen in Nordamerika nur noch eine untergeordnete Rolle. Für die Veräußerung der MS Industries Inc. vereinnahmte die Gesellschaft einen Kaufpreis in Höhe von insgesamt 40 Mio. USD, davon werden 16 Mio. USD auf drei verzinsten Jahresraten bis April 2022 verteilt. Als weitere Bestandteile dieser Transaktion sind die langfristige Vermietung der Immobilie in Webberville (5 Mio. USD in den nächsten 10 Jahren) sowie ein Vertrag für die Lieferung von Lagerböcken an den Erwerber der Gnutti Carlo-Gruppe heranzuziehen. Dieser Liefervertrag umfasst ein jährliches Umsatzvolumen in Höhe von ca. 10 Mio. USD.
- Trotz reduzierter Umsatzbasis kletterte das EBIT im ersten Halbjahr 2019 deutlich auf 23,05 Mio. € (VJ: 5,75 Mio. €). Dieses war jedoch vom Entkonsolidierungsertrag in Höhe von 21,33 Mio. € sowie vom positiven Effekt aus der erstmaligen IFRS 16-Anwendung (0,30 Mio. €) stark positiv beeinflusst. Bereinigt hätte der MS-Konzern jedoch einen deutlichen Rückgang des EBIT auf 1,42 Mio. € (VJ: 5,75 Mio. €) ausgewiesen, was unter anderem den fehlenden Ergebnisbeiträgen des PTG-Segments in den USA geschuldet ist.
- Auch auf Gesamtjahresbasis 2019 sollte die Gesellschaft einen deutlichen Umsatzrückgang aufweisen. Neben den weggefallenen Umsätzen in den USA dürfte sich das aktuelle Marktumfeld hierauf ebenfalls belastend auswirken. Beim Großkunden Daimler sind die Auftragseingänge in Europa in den ersten sechs Monaten 2019 dabei um 14 % gefallen. Mit entsprechender zeitlicher Verzögerung dürfte sich dies bereits im zweiten Halbjahr 2019 aber insbesondere in 2020 in den Umsätzen der MS-Gruppe auswirken. Dies sollte aber von neuen Aufträgen (ZF, Daimler, American Axle, Thyssen Krupp) sowie durch die Liefervereinbarung mit der Gnutti Carlo-Gruppe aufgefangen werden, weswegen das MS-Management die Umsatzprognosen (230 Mio. €) bestätigen konnte. Wir haben eine leichte Prognoseanpassung auf 230,00 Mio. € (GBC-Prognose alt: 234,00 Mio. €) vorgenommen.
- Bei unseren deutlich niedrigeren Umsatzprognosen für 2020 in Höhe von 211,48 Mio. € (GBC-Prognose alt: 227,82 Mio. €) gehen wir von einem Rückgang der Abrufzahlen durch Daimler aus und berücksichtigen darüber hinaus den erstmaligen ganzjährigen Wegfall des PTG-Geschäftes in Nordamerika. In 2021 sollte die Gesellschaft, unter anderem durch die erstmalige Belieferung des neuen PTG-Kunden der VW-Gruppe, wieder steigende Umsatzerlöse - auch im Segment Ultraschall - auf 229,78 Mio. € (GBC-Prognose alt: 239,21 Mio. €) erreichen.
- Inklusive Sondererträge dürfte die MS Industrie AG in 2019 einen deutlichen EBIT-Sprung auf 24,78 Mio. € (GBC-Prognose alt: 25,59 Mio. €) vorweisen. Im kommenden Geschäftsjahr 2020 sollte die EBIT-Marge noch zunächst unter dem Wert vor Veräußerung des US-amerikanischen PTG-Geschäftes liegen. Erst ab 2021 könnte

die dann etwas deutlichere Verschiebung der Umsätze hin zum margenstärkeren UTG-Geschäft eine leicht überproportionale Ergebnisentwicklung auf 9,71 Mio. € (GBC-Prognose alt: 14,75 Mio. €) nach sich ziehen.

- Auf Basis unserer reduzierten Prognosen haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 4,10 € (bisher: 6,00 €) ermittelt. Hierhin ist dabei das von niedrigeren Auftragseingängen geprägte Marktumfeld berücksichtigt, welches sich insbesondere im zweiten Halbjahr 2019 sowie im kommenden Geschäftsjahr 2020 entsprechend auf Umsatz und Ergebnis auswirken dürfte. Ausgehend vom deutlich niedrigeren Aktienkurs vergeben wir aber weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

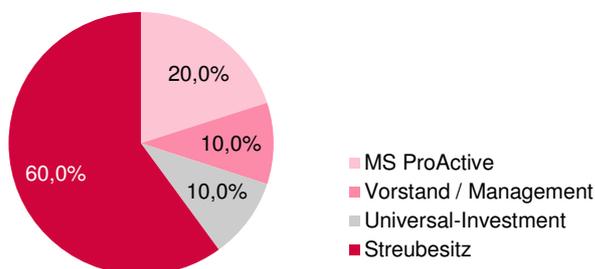
Executive Summary	2
Unternehmen	5
Aktionärsstruktur	5
Konsolidierungskreis	5
Geschäftsentwicklung 1.HJ 2019	6
Umsatzentwicklung 1.HJ 2019	6
Ergebnisentwicklung 1.HJ 2019	7
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2019	8
Prognosen und Bewertung	9
Umsatzprognose 2019 - 2021	9
Ergebnisprognose 2019 – 2021	10
Bewertung	11
Modellannahmen	11
Bestimmung der Kapitalkosten	11
Bewertungsergebnis	11
DCF-Modell	12
Anhang	13

UNTERNEHMEN

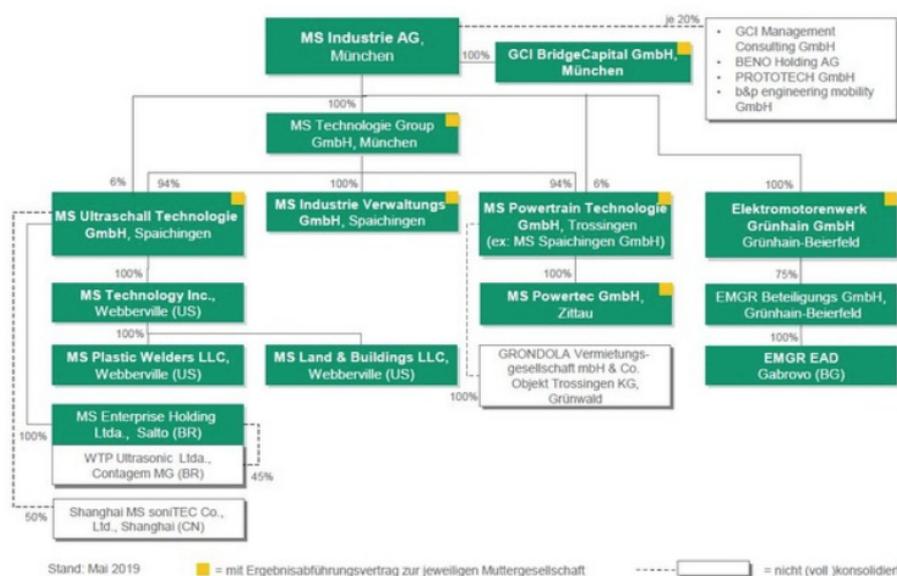
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
MS ProActive	20%
Vorstand / Management	10%
Universal-Investment	10%
Streubesitz	60%

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Im April 2019 hat die MS Industrie AG die Tochtergesellschaft MS Industries Inc. und damit den Powertrain-Bereich in Nordamerika an die Gnutti Carlo-Gruppe veräußert. Allerdings wurden gemäß Unternehmensangaben vorher noch die in 2019 erworbene Betriebsimmobilie sowie das Ultraschallgeschäft (UTG) in Nordamerika aus der US-amerikanischen Tochter herausgelöst. Es ist dabei geplant, bis Mitte 2020 einen Teil der Betriebsimmobilie für die Fortsetzung des UTG-Segementes zu nutzen und danach vollständig langfristig an den Erwerber Gnutti zu vermieten.

Diese Transaktion umfasst drei Komponenten. Die Barkomponente beläuft sich auf insgesamt 40 Mio. USD, davon werden 16 Mio. USD auf drei verzinsten Jahresraten bis zum April 2022 verteilt. Als zweite Komponente ist die langfristige Vermietung der Betriebsimmobilie in Webberville zu sehen, wodurch zumindest für die kommenden 10 Jahre stetige Mieteinnahmen erwirtschaftet werden. Insgesamt beläuft sich das Mietvolumen für die nächsten zehn Jahre auf rund 5 Mio. USD. Schließlich wird der aktuell bestehende Liefervertrag (ca. 10 Mio. USD p.a.) für Komponenten aus Deutschland heraus für die kommenden sieben Jahre fortgesetzt. Diese Transaktion enthält folglich auch eine strategische Komponente, wodurch die beiden Wettbewerber im Powertrainbereich in einer stärkeren wechselseitigen Beziehung zueinander treten.

GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2019

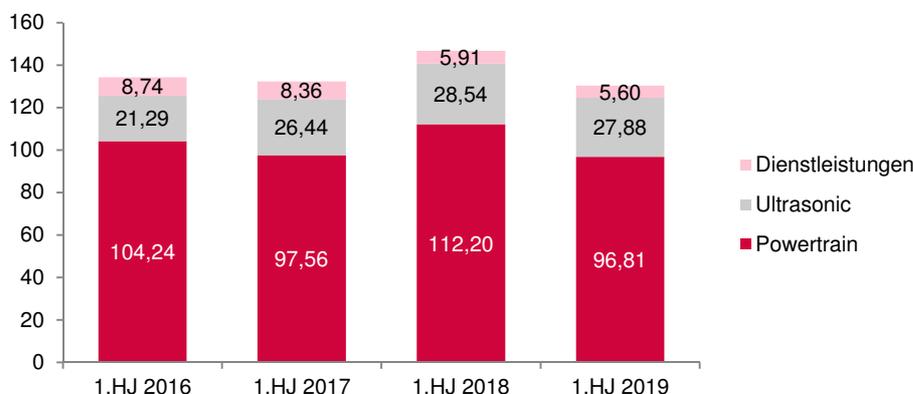
in Mio. €	1.HJ 2016	1.HJ 2017	1.HJ 2018	1.HJ 2019
Umsatzerlöse	128,58	123,94	140,32	124,42
EBITDA (Marge)	10,72 (8,3%)	10,51 (8,5%)	11,86 (8,4%)	30,45 (24,5%)
EBIT (Marge)	4,54 (3,5%)	3,94 (3,2%)	5,75 (4,1%)	23,05 (18,5%)
Periodenergebnis	2,03	2,44	3,62	20,09

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 1.HJ 2019

Es gibt einige Faktoren zu berücksichtigen, die einen Vergleich der Geschäftsentwicklung des ersten Halbjahres 2019 zum Vorjahreszeitraum erheblich einschränken. Auf Umsatzebene gilt es dabei die weggefallenen Erlöse des US-amerikanischen Powertrain-Bereiches zu berücksichtigen, der lediglich bis zum Ende des ersten Quartals 2019 im MS-Konzernkreis einbezogen war. Folglich ist der von der MS Industrie AG ausgewiesene Umsatzrückgang auf 124,42 Mio. € (VJ: 140,32 Mio. €) ausschließlich von der Veräußerung der US-amerikanischen Tochtergesellschaft geprägt. Mit dieser Transaktion reduziert sich der Jahresumsatz um rund 80 Mio. €, auf dessen Basis wir für das erste Halbjahr 2019 von einem Wegfall eines Umsatzvolumens in Höhe von ca. 20 Mio. € ausgehen. Bereinigt um diesen Effekt sowie um die im Zusammenhang mit der Transaktion stehenden Umsätze aus der Belieferung von Komponenten hätte die MS Industrie AG aber ein leichtes Umsatzwachstum in Höhe von 1,3 % erzielt.

Umsatzerlöse nach Berichtssegmenten (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Wie erwartet wurde dabei im Powertrain-Segment der größte Umsatzrückgang (-13,7 %) ausgewiesen. Wir gehen aber davon aus, dass die Gesellschaft, bereinigt um den Veräußerungseffekt, sogar ein leichtes Umsatzwachstum erzielt haben dürfte. Im ersten Halbjahr 2019 war das für die MS Industrie AG relevante Marktumfeld für schwere Nutzfahrzeuge in Europa dabei noch von einem Anstieg der Zulassungszahlen geprägt. In diesem Zeitraum erhöhte sich die Anzahl der Neuzulassungen in Europa um 5,8 %.

Unter unseren Erwartungen lagen hingegen die Umsätze des Ultrasonic-Segmentes, mit einem Minus in Höhe von 2,3 % gegenüber dem Vorjahr. Gemäß Unternehmensangaben sind solche Umsatzschwankungen, insbesondere im Bereich des Sondermaschinenbaus, üblich und mit unregelmäßigen Kundenabnahmen und Auslieferungsterminen fertiger Maschinen begründet. Es handelt sich damit um einen Stichtageffekt.

Ergebnisentwicklung 1.HJ 2019

Auch die Ergebnisentwicklung der MS Industrie AG unterlag im ersten Halbjahr 2019 erheblichen Sondereinflüssen, womit eine Vergleichbarkeit zum Vorjahr nur sehr eingeschränkt möglich ist. Auf den ersten Blick weist die Gesellschaft eine signifikante Steigerung des EBIT von 5,75 Mio. € (1.HJ 18) auf 23,05 Mio. € (1.HJ 19) auf. Hier ist jedoch ein positives Entkonsolidierungsergebnis (vor Steuern) in Höhe von 21,33 Mio. € zu berücksichtigen, so dass das bereinigte EBIT lediglich bei 1,72 Mio. € lag. Somit verzeichnete die MS Industrie AG einen starken Ergebnisrückgang. Wird darüber hinaus der positive Effekt aus der erstmaligen IFRS-16 Anwendung in Höhe von 0,3 Mio. € berücksichtigt, ergibt sich ein bereinigtes EBIT in Höhe von 1,42 Mio. €:

Bereinigtes EBIT (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG; *bereinigt um: Erträge aus der Entkonsolidierung von MS Industries Inc., bereinigt um den IFRS 16-Effekt iHv. 0,3 Mio.€

Der Rückgang des bereinigten EBIT hat dabei deutliche Ausmaße. Zum Teil ist der Rückgang jedoch auf fehlende Umsätze des veräußerten Powertrain-Segments in den USA zurückzuführen. Wir unterstellen, dass die amerikanische Tochtergesellschaft eine vergleichsweise hohe EBIT-Marge in Höhe von ca. 10 % aufweist. Der durch die Veräußerung weggefallene EBIT-Beitrag beläuft sich bei dieser Annahme auf ca. 2,0 Mio. €. Ohne Veräußerung hätte der MS-Konzern damit ein EBIT in Höhe von 3,4 Mio. € erwirtschaftet, eine Größenordnung, die dennoch unterhalb des Vorjahreswertes ausgefallen wäre.

Demzufolge kam es auch auf Ebene des um Entkonsolidierungseffekte bereinigten Periodenergebnisses zu einem deutlichen Rückgang auf 0,59 Mio. € (VJ: 3,62 Mio. €). Unter Einbezug der Sondereffekte weist der MS-Konzern ein erheblich höheres Nachsteuerergebnis in Höhe von 20,09 Mio. € (VJ: 3,62 Mio. €) auf.

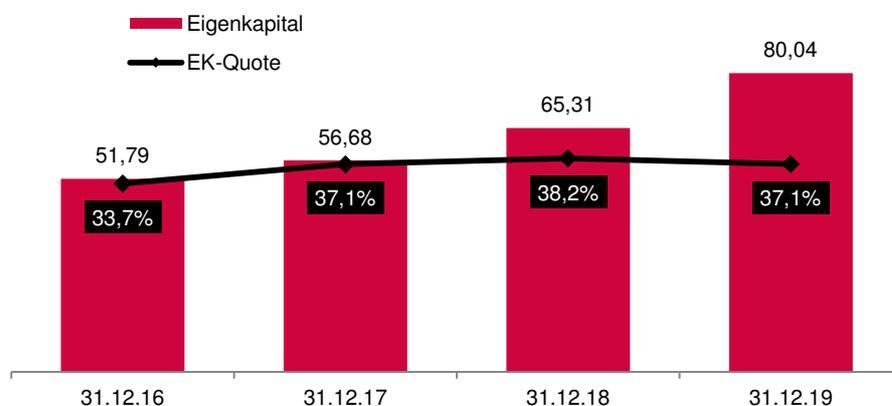
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2019

in Mio. €	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	30.06.2019
Eigenkapital	51,79	56,68	65,31	80,04
EK-Quote (in %)	33,7%	37,1%	38,2%	37,1%
Operatives Anlagevermögen	67,95	62,26	65,48	84,60
Net Working Capital	37,83	44,73	62,09	59,61
Kaufpreisverbindlichkeiten	-	-	-	14,19
Liquide Mittel	4,14	8,38	2,26	11,17
Cashflow (operativ)	7,07	5,85	1,13	1,99
Cashflow (Investition)	-7,45	1,02	-12,37	7,19
Cashflow (Finanzierung)	-0,44	-6,02	5,82	-2,31

Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Das Bilanzbild der MS Industrie AG war zum 30.06.2019 einerseits von der erfolgten Veräußerung des US-amerikanischen PTG-Geschäftes sowie andererseits von der erstmaligen Anwendung des neuen IFRS 16-Standards beeinträchtigt. Nach dem Verkauf der Tochtergesellschaft MS Industries Inc. wurden die entsprechenden Vermögenswerte, Verbindlichkeiten und das Eigenkapital entkonsolidiert (Bilanzsumme: 31,72 Mio. €). Dem steht jedoch der vereinnahmte Kaufpreis in Höhe von 40 Mio. USD (33,10 Mio. €) gegenüber, was einen Anstieg der liquiden Mittel (+ 17,68 Mio. €) sowie der noch ausstehenden Kaufpreisverbindlichkeiten (+14,19 Mio. €) nach sich gezogen hat. Der Ertrag aus der Entkonsolidierung der Tochtergesellschaft in Höhe von 19,50 Mio. € (nach Steuern) findet sich im deutlichen Anstieg des Eigenkapitals auf 80,04 Mio. € (31.12.18: 65,31 Mio. €) wieder.

Eigenkapital (in Mio. €) und EK-Quote (in %)



Quelle: MS Industrie AG; GBC AG

Der außerordentliche Entkonsolidierungsertrag hatte, trotz erstmaliger IFRS 16-Anwendung und daraus resultierender starken Bilanzverlängerung, zu einer konstanten Entwicklung der EK-Quote geführt. Im Normalfall hätte die erstmalige Aktivierung und Passivierung der Nutzungsrechte nach IFRS 16 in Höhe von rund 24,7 Mio. € einen starken Rückgang der Eigenkapitalquote nach sich gezogen.

Der sichtbare Anstieg der liquiden Mittel auf 11,17 Mio. € (31.12.18: 2,26 Mio. €) ist zudem erwähnenswert. Neben dem positiven operativen Cashflow in Höhe von 1,99 Mio. € (VJ: -0,99 Mio. €) wurde der erste Teil des Kaufpreises aus dem PTG-Teilverkauf in Höhe von 17,68 Mio. € vereinnahmt. Trotz hoher Investitionen in Höhe von 11,21 Mio. € (unter anderem Kauf der Immobilie in Webberville) kletterte der typischerweise negative Investitions-cashflow demnach stark auf 7,19 Mio. € (VJ: -6,06 Mio. €), mit einer entsprechenden positiven Auswirkung auf die Konzernliquidität.

PROGNOSEN UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 19e (alt)	GJ 19e (neu)	GJ 20e (alt)	GJ 20e (neu)	GJ 21e (alt)	GJ 21e (neu)
Umsatzerlöse	282,75	234,00	230,00	227,82	211,48	239,21	229,78
EBITDA	22,78	38,49	39,18	25,26	20,47	27,27	23,61
EBIT	10,76	25,59	24,78	12,51	6,47	14,75	9,71
Jahresüberschuss	7,11	16,54	20,36	7,20	3,35	8,77	5,81
EPS in €	0,24	0,55	0,67	0,24	0,11	0,29	0,19

Quelle: MS Industrie AG, GBC AG

Umsatzprognose 2019 - 2021

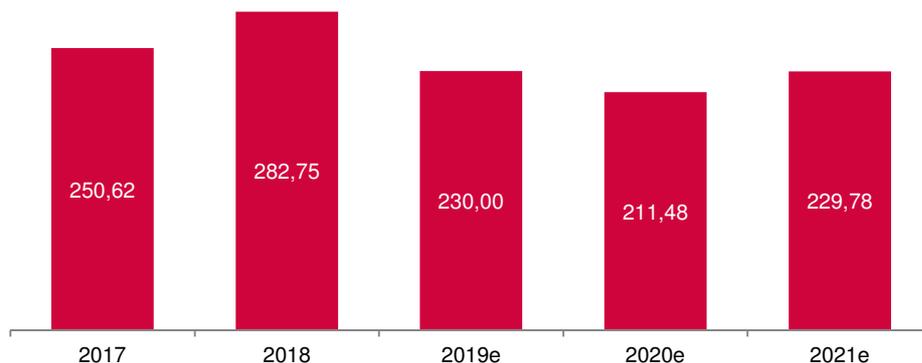
Mit Veröffentlichung der Halbjahreszahlen 2019 hat das Management der MS Industrie AG die Prognose für das laufende Geschäftsjahr 2019 bestätigt. Nach dem Wegfall der PTG-Umsätze in Nordamerika in Höhe von jährlich rund 80 Mio. € werden für das Gesamtjahr 2019 unverändert Umsatzerlöse in Höhe von 230 Mio. € erwartet. Das MS-Management unterstellt hierfür eine stabile Entwicklung der Weltwirtschaft sowie der Auftragslage, für die derzeit jedoch erhebliche Unsicherheiten vorherrschen.

Abgesehen von den derzeitigen allgemeinwirtschaftlichen Unsicherheitsfaktoren wie der anstehende Brexit oder der zunehmende Einsatz von Handelszöllen als protektionistische Maßnahme, befindet sich die für die MS Industrie AG ausschlaggebende Automobilbranche in einem negativen Trend. Zwar wurde in Europa in den ersten sechs Monaten 2019 mit insgesamt 1,36 Mio. Neuzulassungen bei den Nutzfahrzeugen ein Anstieg um 5,8 % erreicht, für die kommenden Berichtsperioden ist jedoch sogar von einer rückläufigen Entwicklung auszugehen. Belegt wird dies insbesondere durch die von Daimler veröffentlichten Zahlen zum Auftragseingang bei LKWs, die in Europa in den ersten sechs Monaten um -14 % zurückgegangen sind. Beim Daimler-Konkurrenten Traton-Group (MAN, Scania, VW) entwickelten sich die Auftragseingänge in den ersten sechs Monaten, insbesondere aufgrund einer Schwäche in der EU-Region (speziell Deutschland und UK), um 5,5 % rückläufig. Insgesamt liegt damit für das Powertrain-Segment der MS-Gruppe ein herausforderndes Marktumfeld vor und wir rechnen für das zweite Halbjahr 2019 mit rückläufigen Abrufzahlen des Hauptkunden Daimler.

Dass dennoch die zuvor anvisierte Umsatzgröße von 230 Mio. € erreicht werden dürfte, liegt an neuen Aufträgen im Bereich Powertrain, die in 2018 bzw. in 2019 gestartet sind. Hier handelt es sich um die Lieferung der ZF „Hybridglocke“ (2019: 2,5 Mio. €), des Daimler „Lammellenträgers“ (2019: 10,8 Mio. €), der American Axle „Parkklinke“ (2019: 0,6 Mio. €) sowie verschiedener Kleinaufträge von Thyssen Krupp. Nach dem Verkauf der US-amerikanischen Tochtergesellschaft beliefert die MS Industrie AG zudem die Gnutti Carlo-Gruppe mit Komponenten in Höhe von jährlich ca. 10 Mio. USD (ca. 9,00 Mio. €), was im laufenden Geschäftsjahr ein zusätzlicher Umsatzbeitrag in Höhe von ca. 6,8 Mio. € bedeutet.

Das kommende Geschäftsjahr 2020 wird erstmals ganzjährig vom Wegfall der nordamerikanischen PTG-Umsätze, die in 2019 noch im ersten Quartal mit ca. 20 Mio. € enthalten waren, geprägt sein. Darüber hinaus dürfte sich der von den OEMs aufgezeigte Auftragsrückgang mit der entsprechenden zeitlichen Verzögerung in den Umsätzen der MS Industrie AG wiederfinden. Wir gehen von einem Rückgang der Abrufzahlen in Höhe von 10 % aus. Folglich haben wir unsere bisherigen Umsatzprognosen für das Geschäftsjahr 2020 (siehe Researchstudie vom 06.05.2019) von 227,82 Mio. € auf 211,48 Mio. € reduziert. Positiv wird sich aber der Gnutti Carlo-Auftrag sowie ein von uns erwarteter leichter Anstieg der Umsätze im Ultraschall-Segment auswirken.

Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

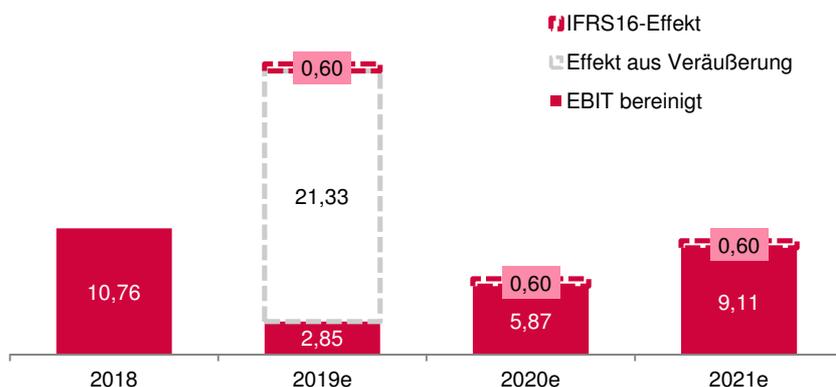
Im Geschäftsjahr 2021 dürfte der zwischenzeitliche marktgetriebene Umsatzrückgang wieder aufgeholt sein. Hier rechnen wir mit einem leichten Anstieg der Abrufzahlen durch den Hauptkunden Daimler. Zudem dürfte die Gesellschaft die ersten Umsätze mit dem neuen Kunden der VW-Gruppe (Belieferung mit Kipphebel und Achsen) in Höhe von 7,0 Mio. € erwirtschaften. Bis zum Jahr 2026 soll eine Steigerung der Umsätze auf jährlich 25 – 30 Mio. € erreicht und damit gleichzeitig der relative Daimler-Anteil an den Umsätzen erneut deutlich reduziert werden. Im Ultraschallbereich sollte die MS-Gruppe zudem ab 2021 mit der Auslieferung von Sonder- und Serienmaschinen wieder ein deutliches Wachstum erzielen.

Ergebnisprognose 2019 – 2021

Das EBIT des laufenden Geschäftsjahres wird vom Entkonsolidierungsertrag in Höhe von 21,33 Mio. € (vor Steuer) geprägt sein. Bereinigt um diesen außerordentlichen Ertrag dürfte die Gesellschaft gemäß unseren Erwartungen ein EBIT in Höhe von 2,85 Mio. € erwirtschaften, was angesichts des zum ersten Halbjahr 2019 erreichten bereinigten EBIT von 1,42 Mio. € (1,72 Mio. € inkl. IFRS16-Auswirkung) ein realistischer Wert ist. Gemäß MS-Management wird für das laufende Geschäftsjahr, bereinigt um Sondereffekte, ein deutlicher Rückgang des EBIT und des EBT erwartet.

Im kommenden Geschäftsjahr 2020 sollte die EBIT-Marge noch zunächst unter dem Wert vor Veräußerung des US-amerikanischen PTG-Geschäftes liegen. Erst ab 2021 sollte die dann etwas deutlichere Verschiebung der Umsätze hin zum margenstärkeren UTG-Geschäft eine leicht überproportionale Ergebnisentwicklung nach sich ziehen.

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



Quelle: GBC AG

Bewertung

Modellannahmen

Die MS Industrie AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2019 und 2021 in Phase 1, erfolgt von 2022 bis 2026 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 4,3 % (bisher: 5,0 %). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 10,3 % (bisher: 11,4 %) 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 1,00 % (bisher: 1,00 %).**

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,46.

Unter Verwendung der getroffenen Annahmen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten in Höhe von 9,0%. (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90,0% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,3%.

Bewertungsergebnis

Als Ergebnis des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 4,10 € (bisher 6,00 €) je Aktie ermittelt, womit wir das bisherige Kursziel deutlich reduzieren. Dies ist eine Folge der Minderung unserer Prognosen der konkreten Schätzperiode 2019 bis 2021. Hierhin ist dabei das von niedrigeren Auftragseingängen geprägte Marktumfeld berücksichtigt, welches sich insbesondere im zweiten Halbjahr 2019 sowie im kommenden Geschäftsjahr 2020 entsprechend auf Umsatz und Ergebnis auswirken dürfte.

DCF-Modell

MS Industrie AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	4,3%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	10,3%	ewige EBITA - Marge	6,6%
AFA zu operativen Anlagevermögen	18,3%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	25,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	230,00	211,48	229,78	239,66	249,97	260,71	271,93	283,62	
US Veränderung	-18,7%	-8,1%	8,7%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,60	2,57	3,02	3,44	3,88	4,34	4,80	5,27	
EBITDA	39,18	20,47	23,61	24,62	25,68	26,79	27,94	29,14	
EBITDA-Marge	17,0%	9,7%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	
EBITA	24,78	6,47	9,71	10,74	12,97	15,02	16,95	18,79	
EBITA-Marge	10,8%	3,1%	4,2%	4,5%	5,2%	5,8%	6,2%	6,6%	6,6%
Steuern auf EBITA	-2,61	-1,62	-2,91	-3,22	-3,89	-4,51	-5,09	-5,64	
zu EBITA	10,5%	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	22,17	4,85	6,80	7,52	9,08	10,52	11,87	13,15	
Kapitalrendite	17,4%	3,3%	4,8%	5,6%	7,0%	8,3%	9,5%	10,6%	10,8%
Working Capital (WC)	60,00	59,00	58,00	59,92	62,49	65,18	67,98	70,90	
WC zu Umsatz	26,1%	27,9%	25,2%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
Investitionen in WC	2,09	1,00	1,00	-1,92	-2,58	-2,69	-2,80	-2,92	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	88,38	82,38	75,98	69,60	64,39	60,12	56,64	53,79	
AFA auf OAV	-14,40	-14,00	-13,90	-13,88	-12,72	-11,76	-10,98	-10,35	
AFA zu OAV	16,3%	17,0%	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%	
Investitionen in OAV	-37,30	-8,00	-7,50	-7,50	-7,50	-7,50	-7,50	-7,50	
Investiertes Kapital	148,38	141,38	133,98	129,52	126,88	125,30	124,62	124,69	
EBITDA	39,18	20,47	23,61	24,62	25,68	26,79	27,94	29,14	
Steuern auf EBITA	-2,61	-1,62	-2,91	-3,22	-3,89	-4,51	-5,09	-5,64	
Investitionen gesamt	-17,54	-1,69	-1,19	-5,88	-10,08	-10,19	-10,30	-10,42	
Investitionen in OAV	-37,30	-8,00	-7,50	-7,50	-7,50	-7,50	-7,50	-7,50	
Investitionen in WC	2,09	1,00	1,00	-1,92	-2,58	-2,69	-2,80	-2,92	
Kaufpreiszahlungen	17,68	5,31	5,31	3,54	0,00	0,00	0,00	0,00	
Nicht liquiditätswirksame Effekte	0,37	-3,05	-3,05	-3,05	-3,05	-3,05	-3,05	-3,05	
Freie Cashflows	19,03	14,11	16,46	12,48	8,67	9,04	9,50	10,03	172,35

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	159,20	158,36
Barwert expliziter FCFs	60,81	51,76
Barwert des Continuing Value	98,39	106,59
Nettoschulden (Net debt)	44,92	35,51
Wert des Eigenkapitals	114,27	122,84
Fremde Gewinnanteile	0,20	0,21
Wert des Aktienkapitals	114,47	123,06
Ausstehende Aktien in Mio.	30,00	30,00
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,82	4,10

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,46
Eigenkapitalkosten	9,0%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	25,0%
WACC	8,3%

Kapitalrendite	WACC				
	7,7%	8,0%	8,3%	8,6%	8,9%
10,3%	4,37	4,12	3,90	3,70	3,51
10,5%	4,49	4,23	4,00	3,79	3,60
10,8%	4,61	4,34	4,10	3,89	3,69
11,0%	4,72	4,45	4,20	3,98	3,78
11,3%	4,84	4,56	4,30	4,08	3,87

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, Kristina Bauer, Email: bauer@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

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

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

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Jörg Grunwald, Vorstand

§ 3 Urheberrechte

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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