



## **Researchstudie (Update)**

### **MS Industrie AG**



**„Starkes erstes Halbjahr und eine sehr gute Auftragslage  
lassen auf ein erfolgreiches Jahr 2014 schließen –  
Prognosen und Kursziel leicht erhöht“**

**Kursziel: 4,40 €**

**Rating: Kaufen**

**WICHTIGER HINWEIS:**

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 14**

## MS Industrie AG<sup>\*5</sup>

### Kaufen

Kursziel: 4,40

Aktueller Kurs: 3,48

12.9.2014 / ETR

Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE0005855183

WKN: 585518

Börsenkürzel: MSAG

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 30

Marketcap<sup>3</sup>: 104,40

Enterprise Value<sup>3</sup>: 171,60

<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 57,00 %

Transparenzlevel:

General Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:

CBS

### Analysten:

Philipp Leibold

leibold@gbc-ag.de

Dominik Gerbing

gerbing@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 15

### Unternehmensprofil

Branche: Industrie

Fokus: Motorentchnik, Schweißtechnik

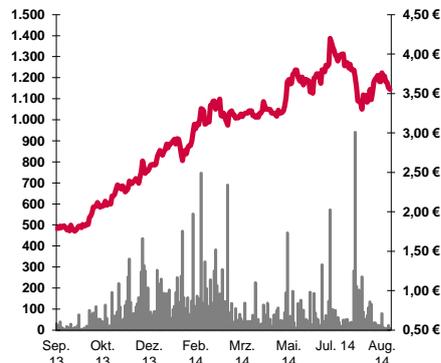
Mitarbeiter: 985 Stand: 30.06.2014

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 Schweißtechnik. Ursprünglich in 1991 gegründet als „Gesellschaft für Consulting & Implementierung“ (GCI), vollzog die ehemalige GCI im Jahr 2001 als Beteiligungsgesellschaft den Gang an die Frankfurter Börse. Seit 2010 fokussierte sie sich als GCI Industrie AG und seit Juli 2012 als MS Industrie AG auf Produktionsunternehmen in den oben genannten Bereichen.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014e	31.12.2015e
Umsatz	174,85	179,78	206,50	225,50
EBITDA	16,29	17,28	20,20	24,40
EBIT	6,02	6,73	10,04	14,25
Jahresüberschuss	2,09	1,98	4,23	7,60

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,07	0,07	0,14	0,25
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

### Kennzahlen

EV/Umsatz	1,00	1,00	0,87	0,80
EV/EBITDA	10,77	10,38	8,88	7,35
EV/EBIT	29,12	26,66	17,87	12,59
KGV	49,93	52,73	24,66	13,74
KBV		2,49		

### Finanztermine

11.2014: Veröffentlichung 9M-Bericht

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

21.08.2014: RS / 4,30 / KAUFEN

29.07.2014: RG / 4,30 / KAUFEN

19.05.2014: RS / 4,30 / KAUFEN

01.09.2013: RS / 2,60 / KAUFEN

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

## EXECUTIVE SUMMARY

- Starkes erstes Halbjahr in allen Unternehmensbereichen verhilft der MS Industrie AG zu einem deutlichen Wachstum im ersten Halbjahr 2014 und zu einer Umsatzsteigerung um 23,3 % auf 104,61 Mio. € (VJ: 84,86). Erneut trug die MS Spaichingen, insbesondere der Bereich Motorentechnik, den Großteil zum Wachstum bei. Gleichzeitig konnte die Elektromotorenwerk Grünhain GmbH die Umsatzerlöse nach einer Stagnation in 2013 innerhalb der ersten sechs Monate 2014 steigern und dürfte unserer Einschätzung nach durch die Erweiterung des Produktportfolios auch in den kommenden Jahren auf Wachstumskurs bleiben.
- Die Fokussierungsstrategie auf die Industriebeteiligungen wurde im ersten Halbjahr 2014 erfolgreich vorangetrieben und ein Großteil (60,1 %) der Anteile an der Beno Immobilien GmbH veräußert. Nach dem Verkauf hält die MS Industrie AG noch 20 % an der Gesellschaft. Durch den Verkauf der Anteile an der Beno Immobilien GmbH und die dadurch notwendig gewordene Entkonsolidierung erzielte die MS Industrie AG eine deutliche Verbesserung der Bilanzrelationen. Gleichzeitig verringerten sich die Kreditverbindlichkeiten um rund 14 Mio. €. Die Eigenkapitalquote erhöhte sich durch die damit verbundene Bilanzverkürzung zum 30.06.2014 entsprechend auf 30,0 % (VJ: 27,0 %).
- Zum Halbjahr 2014 wurde auch die Haftungsfrage im Zuge der Insolvenz der ehemaligen Tochtergesellschaft Pfaff Industrie Maschinen AG i.L. erfolgreich geklärt. Die hiermit verbundenen Verpflichtungen sind dabei vollständig durch bereits gebildete Rückstellungen und eine im ersten Halbjahr durchgeführte Wertberichtigung auf Forderungen abgedeckt und es sind keine weiteren Belastungen mehr zu erwarten.
- Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) verbesserte sich von 9,21 Mio. € um 11,1 % auf 10,23 Mio. €. Die zum Umsatz leicht unterproportionale Entwicklung ist dabei planmäßig und auf einen höheren Personalbestand sowie eine aufgrund des starken Wachstums im Bereich Motorentechnik höhere Materialintensität zurückzuführen.
- Ein im Vergleich zum Vorjahr um bis zu 15 % gesteigerter Auftragsbestand, die erwartete weitere Erholung im Bereich Nutzfahrzeuge in Nordamerika sowie die langfristig vereinbarten Verträge werden unserer Einschätzung nach auch auf einen längerfristigen Zeitraum von drei bis fünf Jahren zu einem deutlichen Umsatz- und Ergebniswachstum führen. Für das Gesamtjahr 2014 haben wir unsere Umsatzprognose von bisher 202,24 Mio. € leicht auf 206,50 Mio. € erhöht. Gleichzeitig haben wir aufgrund eines erhöhten Materialaufwands und gesteigerter Personalkosten das EBITDA leicht von 20,53 Mio. € auf 20,20 Mio. € angepasst.
- **Auf Basis des starken ersten Halbjahres, einem deutlichen Umsatzwachstum und einer leicht unterproportionalen Ergebnisentwicklung gehen wir für das Gesamtjahr 2014 von einer Fortsetzung des positiven Wachstums aus. Durch die Verbesserung der Bilanzrelationen sowie der stabilen Wachstumsaussichten für das Jahr 2015 und die Folgejahre, haben wir unsere Prognosen leicht nach oben angepasst und unser Kursziel je Aktie für 2014 von 4,30 € auf 4,40 € erhöht.**

## INHALTSVERZEICHNIS

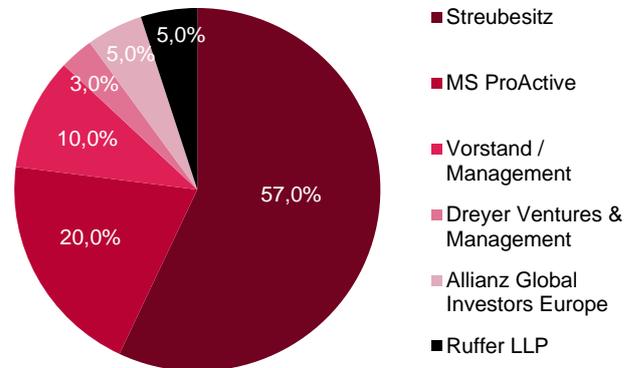
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Gesellschaftsrechtliche Struktur.....	4
Wichtige Referenzkunden.....	4
Geschäftsentwicklung im 1. Halbjahr 2014 .....	5
Umsatzentwicklung .....	5
Ergebnisentwicklung .....	6
Bilanzielle Situation – Deutliche Verbesserung erzielt .....	7
Prognose und Modellannahmen .....	8
Umsatzprognosen .....	8
Ergebnisprognosen .....	9
<b>Bewertung .....</b>	<b>12</b>
Modellannahmen .....	12
Bestimmung der Kapitalkosten .....	12
Bewertungsergebnis .....	12
<b>DCF-Modell.....</b>	<b>13</b>
<b>Anhang .....</b>	<b>14</b>

## UNTERNEHMEN

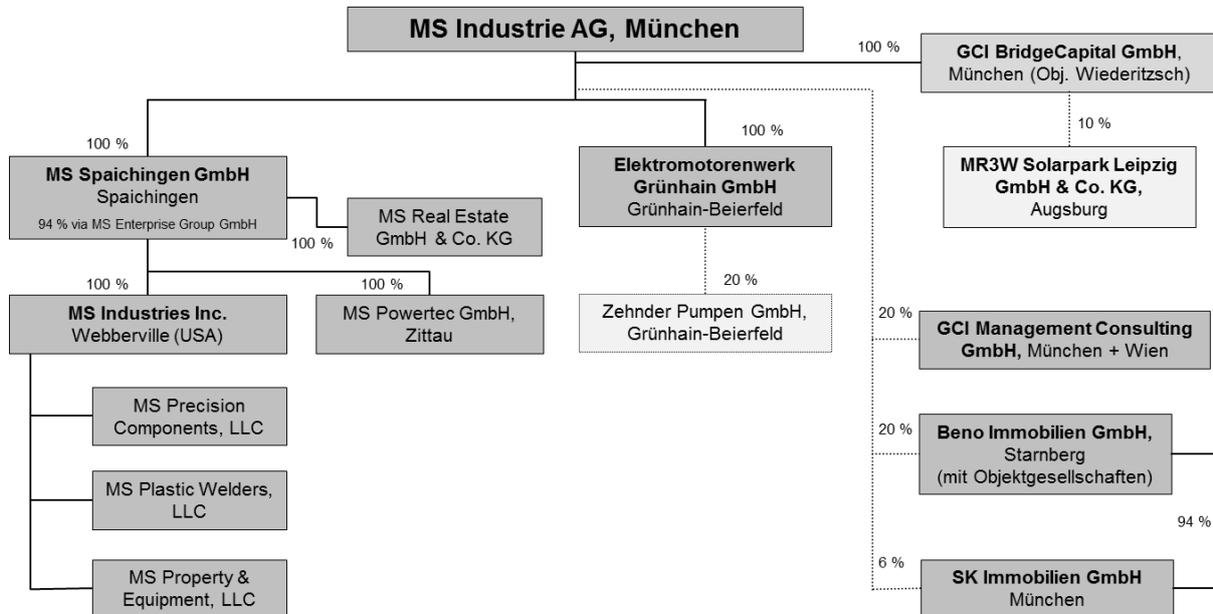
### Aktionärsstruktur

Stand	August 2014
Streubesitz	57,0 %
MS ProActive	20,0 %
Vorstand / Management	10,0 %
Allianz Global Investors Europe	5,0 %
Ruffer LLP	5,0 %
Dreyer Ventures & Management	3,0 %
<b>Summe</b>	<b>100 %</b>

Quelle: MS Industrie AG, GBC AG



### Gesellschaftsrechtliche Struktur



Quelle: MS Industrie AG, GBC AG

### Wichtige Referenzkunden

DAIMLER



Volkswagen



## Geschäftsentwicklung im 1. Halbjahr 2014

GuV (in Mio. €)	1. Halbjahr 2013	Δ zum VJ.	1. Halbjahr 2014
Umsatzerlöse	84,86	+23,3 %	104,61
EBITDA	9,21	+11,1 %	10,23
EBITDA-Marge	10,9 %	-1,1 Pp.	9,8 %
EBIT	4,17	+11,8 %	4,66
EBIT-Marge	4,9 %	-0,4 Pp.	4,5 %
Periodenergebnis	1,37	+77,4 %	2,43
EPS in €	0,05	+60,0 %	0,08

Quelle: MS Industrie AG, GBC AG

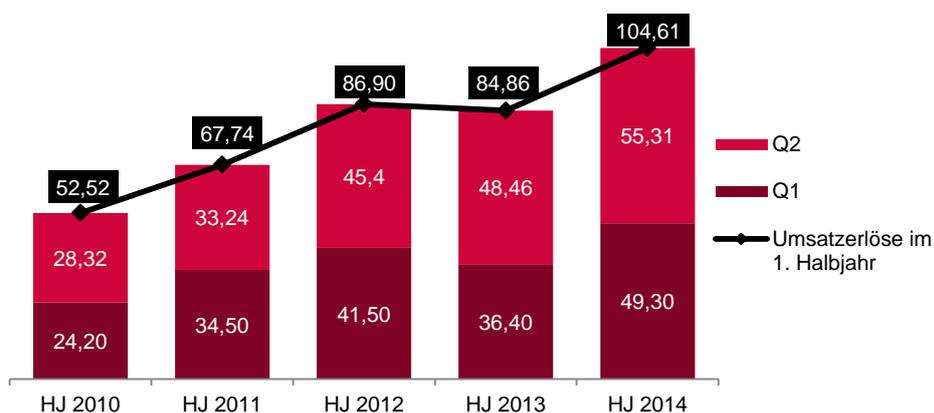
### Umsatzentwicklung

Nach einem äußerst starken ersten Quartal 2014 fiel, bei einer leicht nachlassenden Dynamik im zweiten Quartal, die erste Jahreshälfte 2014 im Vergleich zum Vorjahreszeitraum für die MS Industrie AG sehr erfreulich aus. Auf Konzernebene wurden die Umsatzerlöse von 84,86 Mio. € aus dem Vorjahreszeitraum auf 104,61 Mio. € zum 30.06.2014 gesteigert. Vor allem die stark angestiegene Nachfrage im Bereich Motorentechnik führte im ersten Halbjahr 2014 zu einem entsprechend deutlichen Umsatzwachstum. Während im Vorjahr unserer Einschätzung ungefähr 58 Mio. € erzielt wurden, stiegen die Umsatzerlöse in der Motorentechnik um rund 20 % auf ca. 70 Mio. €.

Hier wirkte sich vor allem der Wegfall der Probleme eines Zulieferers in Nordamerika positiv aus. Unterstützend wirkte sich zudem der Abbau des bisherigen Investitionsstaus sowie die Anfang des Jahres 2014 in Kraft getretene „Euro VI“ -Abgasnorm und die Erholung des US-Nutzfahrzeugmarktes aus. Während in Nordamerika (USA und Kanada) die gesamten Umsätze im Vergleich zum Vorjahr deutlich um 29,7 % stiegen, verzeichnete Europa (ohne Deutschland) ein solides Umsatzplus von 13,9 %. Der Umsatz innerhalb Deutschlands lag mit 58,38 Mio. € um 24,3 % über dem Vorjahreswert von 46,98 Mio. €.

Neben den Dieselmotoren wurde innerhalb der MS Spaichingen-Gruppe sowohl im Bereich Sondermaschinen, als auch im Segment Schweißtechnik-Ultraschallsysteme, ein positives Wachstum erzielt. Zum Halbjahr 2014 lag der gesamte Bereich Schweißtechnik mit über 20 Mio. € rund 12 % über den ca. 18 Mio. € des Vorjahreszeitraumes. Dieses Wachstum dürfte sich aufgrund der sehr guten Auftragslage im Jahresverlauf 2014 weiter fortsetzen, beziehungsweise sogar noch etwas beschleunigen. Innerhalb der Gruppe wurden im ersten Halbjahr Umsatzerlöse in Höhe von 90,50 Mio. € erzielt und somit 20,3 % mehr als noch im Vorjahreszeitraum (VJ: 75,20 Mio. €).

### Umsatzentwicklung der MS-Industrie AG im ersten Halbjahr (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG, GBC AG

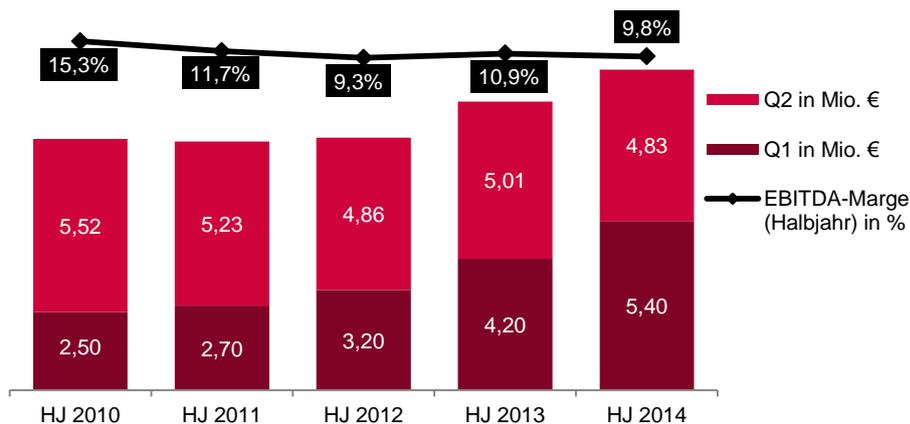
Das kleinere Tochterunternehmen, die Elektromotorenwerk Grünhain GmbH (EMGR), konnte im Vergleich zu den ersten sechs Monaten 2013 die Umsatzerlöse ebenfalls steigern. Mit 9,40 Mio. € lag die Gesellschaft rund 9 % über dem Vergleichswert von 8,60 Mio. € aus dem Vorjahr. Der gestiegene Umsatzbeitrag ist dabei auf die Ende 2013 angekündigte Ausweitung der Vertriebsaktivitäten zurückzuführen und lag leicht über unseren Erwartungen und denen des Vorstandes.

Neben den Industriebeteiligungen erzielte die MS Industrie AG durch den zum 20.05.2014 erfolgten Verkauf der Anteile an der Beno Immobilien GmbH Umsatzerlöse aus Immobilienbeteiligungen in Höhe von 4,87 Mio. € (VJ: 1,25 Mio. €), wobei hiervon 3,81 Mio. € direkt aus dem Verkauf der Anteile stammen.

### Ergebnisentwicklung

Bei der Entwicklung des Ergebnisses vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) hat sich die Dynamik nach einem äußerst starken ersten Quartal im zweiten Abschnitt des ersten Halbjahres 2014 zwar etwas abgeschwächt, das Ergebnis aus dem Vorjahreszeitraum wurde dennoch übertroffen. Trotz der leichten Abschwächung im zweiten Quartal erwarten wir für das Gesamtjahr 2014 weiterhin eine deutliche Steigerung beim EBITDA.

#### Entwicklung des EBITDA nach Quartalen und EBITDA-Marge auf Halbjahresbasis

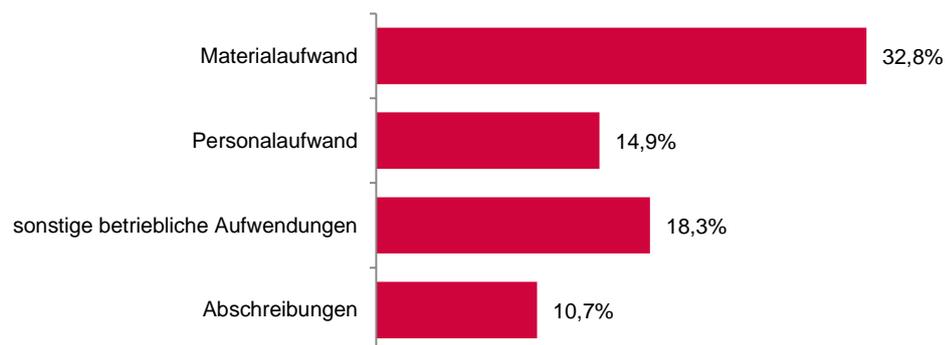


Quelle: MS Industrie AG, GBC AG

Mit einem EBITDA in Höhe von 10,23 Mio. € lag die MS Industrie AG 11,1 % über dem Wert des Vorjahreszeitraumes von 9,21 Mio. €. Die im Vergleich zur Umsatzsteigerung unterproportionale Entwicklung des EBITDA ist ausschließlich auf eine geringere Rohertragsmarge zurückzuführen. Der Rückgang wiederum resultiert aus dem starken Umsatzanstieg im Bereich Motorentechnik, der im Vergleich zu den anderen Bereichen einen höheren Materialeinsatz erfordert. Entsprechend war die Rohertragsmarge, als auch die EBITDA-Marge, zum 1. Halbjahr 2014 geringer als noch im Vorjahreszeitraum.

Gleichzeitig erhöhte sich im Vergleich zum 30.06.2013 bei einem von 928 Mitarbeitern auf 985 Mitarbeiter gestiegenen Personalstand der Personalaufwand um rund 15 % auf 23,16 Mio. €. Der Anstieg der Beschäftigungsverhältnisse ist dabei vollständig auf die MS Spaichingen GmbH und das in diesem Bereich bereits eingetretene und zukünftig erwartete starke Umsatzwachstum zurückzuführen. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen stiegen mit 13,1 % um eine ähnliche Größenordnung an, was sowohl auf die MS Spaichingen GmbH, als auch auf die Elektromotorenwerk Grünhain GmbH zurückzuführen ist.

### Veränderung der Kostenpositionen im Vergleich zum 1. Halbjahr 2013



Quelle: MS Industrie AG, GBC AG

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen enthielten im ersten Halbjahr 2014 noch 0,50 Mio. € Wertberichtigungen auf Forderungen, die im Rahmen des Insolvenzfalles der ehemaligen Tochtergesellschaft Pfaff Industrie Maschinen AG i.L. Kaiserslautern gebildet wurden. Auf Jahressicht ist jedoch aufgrund der endgültigen Klärung der Haftungsfrage keinerlei Belastung mehr zu erwarten.

Die Abschreibungen stiegen im Zuge der in den vorangegangenen Jahren getätigten Investitionen, vor allem im Bereich der MS Spaichingen GmbH, leicht von 5,03 Mio. € auf 5,58 Mio. € zum Halbjahr 2014. Auf Gesamtjahresbasis dürften sich diese aufgrund einer in diesem Jahr geringeren Investitionshöhe unserer Einschätzung nach etwas über 10 Mio. € bewegen und damit annähernd auf dem Niveau des Vorjahres liegen. Somit ergab sich nach den ersten sechs Monaten 2014 ein Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) in Höhe von 4,17 Mio. €, nach 4,66 Mio. € im Vorjahreszeitraum.

Bei einem um 0,37 Mio. € schlechter ausgefallenen Finanzergebnis in Höhe von -2,64 Mio. € und einem aufgrund der Nutzung aktiver latenter Steueransprüche deutlich ermäßigten Steueraufwand in Höhe von 0,07 Mio. €, ergab sich ein Periodenergebnis in Höhe von 1,95 Mio. €, nach 1,38 Mio. € im Vorjahr. Aufgrund der Veräußerung der Anteile der Beno Immobilien GmbH verbesserte sich das Ergebnis der Gesellschafter der MS Industrie AG auf 2,43 Mio. €, nach 1,37 Mio. € im Vorjahr.

### Bilanzielle Situation – Deutliche Verbesserung erzielt

Bilanzposition in Mio. €	GJ 2012	GJ 2013	HJ 2014
Eigenkapital	41,10	42,00	44,22
Bilanzsumme	153,32	155,47	147,31
<i>Eigenkapitalquote in %</i>	26,8 %	27,0 %	30,0 %
Nettoverschuldung	70,96	75,05	67,20
Net Working Capital	25,53	24,58	37,33

Quelle: MS Industrie AG, GBC AG

Die Bilanzrelationen der MS Industrie AG haben sich zum Halbjahr 2014 deutlich verbessert. Zum einen stieg im Zuge eines erhöhten Jahresüberschusses die Eigenkapitalposition von 42,00 Mio. € auf 44,22 Mio. € an. Zum anderen verringerte sich durch den Verkauf der Anteile an der Beno Immobilien AG die Bilanzsumme und einhergehend damit erhöhte sich die Eigenkapitalquote von 27,0 % zum 31.12.2013 auf 30,0 % zum Halbjahr 2014.

Durch den Verkauf der Beno-Anteile und die dadurch notwendig gewordene sowie weitgehend ergebnisneutrale Entkonsolidierung der Beno Immobilien GmbH verringerte sich die Höhe der Bankkredite unserer Einschätzung nach um rund 14 Mio. €. Positiv hat sich

zum Halbjahr auch die Nettoverschuldung der MS Industrie AG entwickelt und sank trotz eines deutlich angestiegenen Net Working Capitals von 75,05 Mio. € auf 67,20 Mio. € zum 30.06.2014. Der starke Anstieg des Net Working Capitals ist dabei auf die hohe Nachfrage innerhalb der MS Spaichingen-Gruppe und den damit verbundenen Aufbau der Vorräte sowie den Anstieg der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen zurückzuführen.

Für die Zukunft ist dabei geplant, die strategisch nicht mehr relevanten Beteiligungen zu veräußern und sich auf die Kernbereiche Motoren- und Schweißtechnik sowie die EMGR zu konzentrieren. In Kombination mit der weiteren Rückführung der Finanzverbindlichkeiten dürfte dies zur stetigen Verbesserung der bilanziellen Situation beitragen.

## Prognose und Modellannahmen

GuV in Mio. €	GJ 2013	GJ 2014e (alt)	GJ 2014e (neu)	GJ 2015e (alt)	GJ 2015e (neu)
Umsatzerlöse	179,78	201,94	206,50	221,24	225,50
EBITDA	17,28	20,53	20,20	24,17	24,40
EBITDA-Marge	9,6 %	10,2 %	9,8 %	10,9 %	10,8 %
EBIT	6,73	10,36	10,04	14,10	14,25
EBIT-Marge	3,7 %	5,1 %	4,9 %	6,4 %	6,3 %
Jahresüberschuss	1,98	4,47	4,23	7,64	7,60
EPS in €	0,07	0,15	0,14	0,26	0,25

Quelle: GBC AG

### Umsatzprognosen

Die Umsätze der MS Industrie AG dürften unserer Einschätzung nach im weiteren Jahresverlauf und im kommenden Jahr weiter deutlich ansteigen. Dabei bieten die größtenteils bis Ende 2018 geschlossenen Verträge (MTU Friedrichshafen, Daimler) eine solide Planungsgrundlage und entsprechende Sicherheit. Unsere Wachstumsannahmen wurden durch die zum 30.06.2014 über alle Bereiche der MS Spaichingen GmbH um 15 % über dem Vorjahr liegenden Auftragsbestände und die bis teilweise Mitte 2015 enthaltene Auftragsreichweite bestätigt.

In den vergangenen Jahren war das zweite Halbjahr in der Regel der umsatzstärkere Jahresabschnitt. Von einer entsprechenden Entwicklung gehen wir trotz des sehr guten ersten Halbjahres auch für das zweite Halbjahr 2014 aus. In diesem Zeitraum werden jedoch keine Erlöse aus Anteilsverkäufen aus der Beno Immobilien GmbH enthalten sein (1. Halbjahr 2014: 3,81 Mio. €) und die Umsatzsteigerung somit ausschließlich auf die Industriebeteiligungen zurückzuführen sein.

### Umsatzverteilung auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



Quelle: MS Industrie AG, GBC AG

In der zweiten Jahreshälfte 2014 und im Jahr 2015 sollte sich das starke Wachstum im Bereich Motorentchnik unserer Einschätzung nach weiter fortsetzen. Die sehr gute Auftragslage, die deutliche konjunkturelle Erholung in Nordamerika sowie der weitere Abbau des Investitionsstaus und die Einführung der „Euro VI“-Abgasnorm dürften hier für eine weiterhin positive Entwicklung sorgen. Der Daimler „Weltmotor“ NEG OM 47 X wird dabei weiterhin eine tragende Rolle innerhalb der Umsatzentwicklung darstellen.

Im Bereich Schweißtechnik dürfte der weiterhin sehr gute Auftragsbestand und steigende Absatzzahlen innerhalb der Automobilindustrie zu einem erneuten Wachstum im Teilbereich Sondermaschinen führen. Auf Jahressicht rechnen wir hier mit Umsatzerlösen von rund 37 Mio. € (VJ: 33,57 Mio. €). Im zweiten Teilsegment Schweißtechnik-Ultraschallsysteme stehen wiederum in der zweiten Jahreshälfte mehrere Messteilnahmen an. Neben der „Interpack“ in Düsseldorf wird die MS Spaichingen GmbH auf der „FakumaX in Friedrichshafen sowie auf der „PackExpo“ in Chicago, in den USA, vertreten sein. Hier sollten durch das umfassende Produktangebot weitere Aufträge für das laufende Jahr und vor allem für das Jahr 2015 gewonnen werden können und somit weiterhin überproportionale Wachstumsraten erzielt werden können. Für das Jahr 2014 gehen wir im Bereich Schweißtechnik-Ultraschallsysteme von Umsatzerlösen in Höhe von 3 Mio. € bis 4 Mio. € (VJ: ca. 2,50 Mio. €) aus.

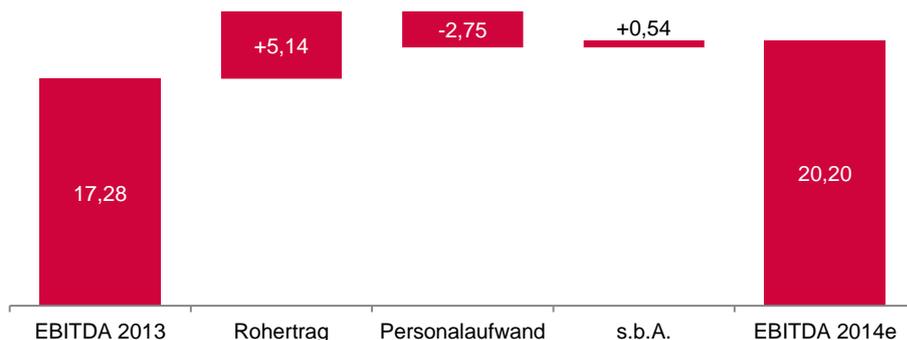
Bei der Tochtergesellschaft EMGR dürfte die nach der erfolgreich verlaufenen Prototypenfertigung kundenspezifischer Elektromotoren für Zwei- und Dreiräder geplante Serieneinführung Anfang 2015 sowie ein um Getriebe und Steuerungen erweitertes Produktportfolio in 2015 zu einer erneuten Umsatzsteigerung führen. Das Umsatzniveau dürfte unserer Einschätzung nach im Geschäftsjahr 2014 bei annähernd 19 Mio. € (VJ: 16,70 Mio. €) und im Geschäftsjahr 2015 bereits bei ca. 21 Mio. € liegen.

Aufgrund des sehr guten ersten Halbjahres 2014, einem soliden Auftragsbestand, der über dem Niveau des Vorjahres liegt sowie die für alle Bereiche hinweg guten Wachstumsaussichten, haben wir unsere bisherige Umsatzprognose für das Jahr 2014 von rund 202,00 Mio. € auf 206,50 Mio. € nach oben hin angepasst. Für das Jahr 2015 gehen wir weiterhin von einer Umsatzsteigerung um rund 9 %, auf nun 225,50 Mio. € aus (zuvor: 221,24 Mio. €).

### **Ergebnisprognosen**

Nachdem im ersten Halbjahr 2014 mit einem Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) von 10,23 Mio. € der Wert des Vorjahres (VJ: 9,21 Mio. €) bereits um 11,1 % übertroffen und eine EBITDA-Marge von 9,8 % erzielt wurde, gehen wir auf Gesamtjahresbasis von einer weiteren Steigerung der Ergebnisgröße im Vergleich zum Vorjahr und einem EBITDA in Höhe von 20,20 Mio. € (VJ: 17,28 Mio. €) aus.

### **EBITDA-Veränderung zum Geschäftsjahr 2013 (in Mio. €)**



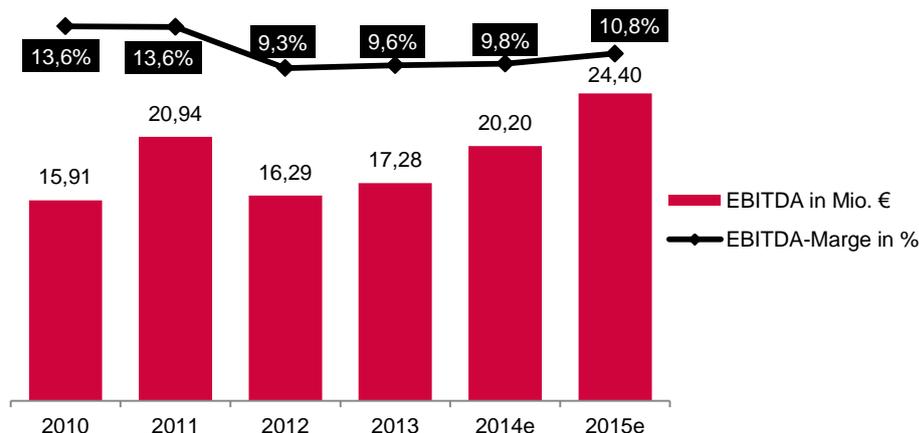
Quelle: GBC AG

Durch die deutliche Umsatzsteigerung im materialintensiven Bereich Motorentchnik, wird unserer Einschätzung nach der Materialaufwand mit einem Zuwachs von 19,6 % überproportional zum Umsatz steigen. Gleichzeitig gehen wir davon aus, dass der Personalaufwand aufgrund der gestiegenen Mitarbeiterzahl ebenfalls über dem Vorjahr liegen wird, die Steigerung mit 6,5 % jedoch geringer ausfällt, als noch zum Halbjahr 2014.

Innerhalb der sonstigen betrieblichen Aufwendungen fielen im vergangenen Jahr 1,5 Mio. € Sonderbelastungen in Form von Zuführungen zu Rückstellungen im Zuge der ehemaligen insolventen Tochtergesellschaft Pfaff Industrie Maschinen AG i.L. Kaiserslautern an. Bis auf die bereits im ersten Halbjahr 2014 enthaltenen 0,50 Mio. € werden hieraus keine Belastungen mehr anfallen.

Die MS Industrie AG wird im Zuge des Insolvenzfalles 3,60 Mio. € zu entrichten haben, wobei eine Forderung der MS Industrie AG gegenüber der Pfaff Industrial Machinery (Taicang) Co. Ltd. in Höhe von 0,50 Mio. € angerechnet wird. Entsprechend sind seitens der MS Industrie AG 3,10 Mio. € zu leisten und bis zum 15.12.2016 in mehreren Tranchen zu entrichten. Somit steht dem Unternehmen kein einmaliger Liquiditätsabfluss bevor, sondern ein über zwei Jahre verteilter Auszahlungsprozess, der keinerlei Aufnahme von Fremdkapital erfordert. Die endgültige Klärung der Haftungsfrage und den zukünftigen Wegfall dieses Unsicherheitsfaktors werten wir als sehr positiv.

#### Entwicklung des EBITDA und der EBITDA-Marge



Quelle: GBC AG

Die Abschreibungen haben sich im ersten Halbjahr 2014 wie erwartet entwickelt und dürften somit auf Jahressicht bei knapp 10,20 Mio. € liegen. Dieses Niveau erwarten wir auch für das Jahr 2015, wobei nach dem Geschäftsjahr 2015 mit geringeren Abschreibungsbeträgen zu rechnen ist, da sich die Höhe der Investitionen in 2014 deutlich unter dem Niveau der Vorjahre bewegen wird und die PPA-Abschreibungen in Zukunft teilweise entfallen werden.

Das Finanzergebnis des ersten Halbjahres 2014 lag mit -2,64 Mio. € etwas über dem Wert des Vorjahreszeitraumes mit -2,27 Mio. €. Nachdem in 2013 das Finanzergebnis noch besser ausfiel als im Vorjahr, waren in der ersten Jahreshälfte 2014 Wechselkurseffekte und damit verbundene geringere Finanzerträge maßgeblich für die Verschlechterung. Für das Gesamtjahr 2014 gehen wir weiterhin von einem Finanzergebnis von -4,16 Mio. € aus. Im Zuge der weiteren Verbesserung der Bilanzrelationen und der Rückführung der Verbindlichkeiten wird sich dieses in den kommenden Jahren sukzessive verbessern.

Nach Berücksichtigung einer Steuerquote von 28 % rechnen wir mit einem Jahresüberschuss für das Geschäftsjahr 2014 von 4,23 Mio. € (alt: 4,47 Mio. €). Im Geschäftsjahr 2015 wird sich unserer Einschätzung nach der Jahresüberschuss deutlich verbessern und 7,60 Mio. € betragen. Aufgrund der Planungssicherheit durch langjährige Verträge, die konjunkturelle Erholung in Nordamerika sowie den positiven Wachstumsaussichten für die kommenden Jahre, haben wir unser bisheriges Kursziel leicht von 4,30 € auf 4,40 € erhöht.

## BEWERTUNG

### Modellannahmen

Die MS Industrie AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2014 bis 2015 in Phase 1, erfolgt von 2016 bis 2021 in der zweiten Phase die Prognose über die Verstetigung von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBIT-DA-Marge haben wir 11,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 28,0 % in Phase 1 und 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.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit 2,00 %.

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 1,54.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich damit Eigenkapitalkosten von 10,49 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 80 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,51 %.

### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,51 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2014 entspricht als **Kursziel 4,40 € (bisher 4,30 €)**.

## 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	2,0%
EBITDA-Marge	11,0%	ewige EBITA - Marge	8,4%
AFA zu operativen Anlagevermögen	13,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	13,8%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final End- wert
	GJ 14e	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	
Umsatz (US)	206,50	225,50	236,79	248,64	261,08	274,15	287,87	302,28	
US Veränderung	13,4%	9,2%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	3,26	3,85	4,19	4,38	4,54	4,75	4,94	5,17	
EBITDA	20,20	24,40	25,94	27,24	28,60	30,03	31,53	33,11	
EBITDA-Marge	9,8%	10,8%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	
EBITA	10,04	14,25	18,32	19,89	21,22	22,56	24,03	25,54	
EBITA-Marge	4,9%	6,3%	7,7%	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%	8,4%	8,4%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-2,81 28,0%	-3,99 28,0%	-5,50 30,0%	-5,97 30,0%	-6,37 30,0%	-6,77 30,0%	-7,21 30,0%	-7,66 30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	7,23	10,26	12,82	13,92	14,86	15,79	16,82	17,88	
Kapitalrendite	7,9%	10,9%	13,9%	15,6%	16,3%	16,9%	17,6%	18,3%	18,2%
Working Capital (WC)	31,25	33,65	32,56	34,19	35,90	37,70	39,58	41,56	
WC zu Umsatz	15,1%	14,9%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	
Investitionen in WC	-7,79	-2,40	1,09	-1,63	-1,71	-1,80	-1,89	-1,98	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	63,25	58,59	56,50	56,75	57,50	57,75	58,25	58,45	
AFA auf OAV	-10,16	-10,15	-7,62	-7,35	-7,38	-7,47	-7,51	-7,57	
AFA zu OAV	16,1%	17,3%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	
Investitionen in OAV	-5,49	-5,49	-5,52	-7,60	-8,12	-7,73	-8,01	-7,77	
Investiertes Kapital	94,50	92,24	89,06	90,94	93,39	95,45	97,83	100,01	
EBITDA	20,20	24,40	25,94	27,24	28,60	30,03	31,53	33,11	
Steuern auf EBITA	-2,81	-3,99	-5,50	-5,97	-6,37	-6,77	-7,21	-7,66	
Investitionen gesamt	-13,28	-7,89	-4,43	-9,22	-9,83	-9,53	-9,89	-9,75	
Investitionen in OAV	-5,49	-5,49	-5,52	-7,60	-8,12	-7,73	-8,01	-7,77	
Investitionen in WC	-7,79	-2,40	1,09	-1,63	-1,71	-1,80	-1,89	-1,98	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	4,11	12,52	16,01	12,04	12,40	13,74	14,43	15,70	215,95

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	182,27	187,10
Barwert expliziter FCFs	67,97	61,92
Barwert des Continuing Value	114,30	125,18
Nettoschulden (Net debt)	49,43	40,62
Wert des Eigenkapitals	132,84	146,48
Fremde Gewinnanteile	-0,98	-1,08
Wert des Aktienkapitals	131,86	145,40
Ausstehende Aktien in Mio.	30,00	30,00
Fairer Wert der Aktie in EUR	<b>4,40</b>	4,85

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,54
Eigenkapitalkosten	10,5%
Zielgewichtung	80,0%
Fremdkapitalkosten	7,5%
Zielgewichtung	20,0%
Taxshield	25,0%
WACC	<b>9,5%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	8,9%	9,2%	9,5%	9,8%	10,1%
17,7%	4,76	4,51	4,28	4,07	3,88
18,0%	4,82	4,57	4,34	4,12	3,93
18,2%	4,89	4,63	<b>4,40</b>	4,18	3,98
18,5%	4,95	4,69	4,45	4,23	4,03
18,7%	5,02	4,76	4,51	4,29	4,09

## ANHANG

### **§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 andere 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.htm>

### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

### **§ 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 Wert 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, Aktienrückkäufen, 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.htm>

**§ 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 §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:**

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 §34b WpHG 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: (5)**

**§ 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 Unternehmen.
- (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) 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst 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.

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@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), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst**  
**Dominik Gerbing, B.A., Finanzanalyst**

**§ 3 Urheberrechte**

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

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

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)



**GBC AG<sup>®</sup>**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

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