

**Empfehlung:** **Kaufen**

**Kursziel:** **4,80 Euro**

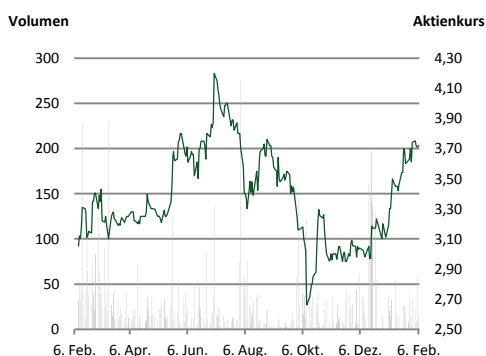
**Kurspotenzial:** **+29 Prozent**

**Aktiendaten**

KURS (Schlusskurs Vortag)	3,72 Euro (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	29,51
Marktkap. (in Mio. Euro)	109,8
Enterprise Value (in Mio. Euro)	154,9
Ticker	GCI
ISIN	DE0005855183

**Kursperformance**

52 Wochen-Hoch (in Euro)	4,38
52 Wochen-Tief (in Euro)	2,65
3 M relativ zum CDAX	+9,7%
6 M relativ zum CDAX	-11,2%



Quelle: Capital IQ

**Aktionärsstruktur**

Streubesitz	57,0%
MS ProActive	20,0%
Vorstand/Mgmt.	10,0%
Allianz Global Investors	5,0%
Ruffer LLP	5,0%
Dreyer Ventures	3,0%

**Termine**

GB 2014 30. April 2015

**Prognosen Anpassung**

	2014e	2015e	2016e
Umsatz (alt)	207,0	222,7	246,4
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	10,6	12,2	16,7
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	0,16	0,20	0,32
Δ in %	-	-	-

**Analyst**

Dr. Thomas Umlauf  
+49 40 41111 37 82  
t.umlauft@montega.de

**Publikation**

Erststudie 9. Februar 2015

**Starker Nischenplayer mit deutlicher Unterbewertung**

MS Industrie ist eine börsennotierte Holdinggesellschaft mit Sitz in München. Das Unternehmen befindet sich gegenwärtig im Endstadium eines Fokussierungsprozesses. Das Kerngeschäft bilden die beiden Bereiche Antriebs- und Ultraschalltechnik. Alle übrigen nicht-strategischen Beteiligungen wurden veräußert bzw. entkonsolidiert. Die eingeschlagene Strategie werten wir als äußerst positiv. Der noch bestehende Konglomeratsdiscount dürfte durch die erfolgreiche Veräußerung aufgelöst werden. Hierzu dürfte auch eine transparentere Berichterstattung der einzelnen Industriebereiche beitragen.

Die Konzentration auf die Kerngeschäftsfelder ist umso positiver zu werten, als MS Industrie signifikante Wettbewerbsvorteile in den Bereichen Antrieb und Ultraschall aufzuweisen hat. Das Unternehmen zählt zu den **Marktführern im Bereich hochpräziser Bearbeitung von Systemen und Komponenten in der Motorentechnik** für schwere Nutzfahrzeuge. Die klare Führungsposition wird durch die exklusive Zulieferung des Ventiltriebs für Daimlers "Weltmotor" unterstrichen - der meistverbaute Motor in der Daimler-LKW-Sparte. Neben MS Industrie gibt es im Premium-Motorenssegment für schwere Nutzfahrzeuge nur einen Wettbewerber. Infolge der im Vergleich zum PKW-Sektor geringen Stückzahlen führt dies in der Branche regelmäßig zu Single-Source-Supplier-Verträgen. Dieser Bereich stellt den wesentlichen Treiber für den erwarteten Umsatzanstieg von 11% p.a. bis 2017 dar.

In den nächsten Jahren dürfte sich aber zunehmend auch der Umsatz in der **Ultraschall-technik als Wachstumstreiber** (Sondermaschinen für den PKW-Bereich und Lösungen für die Verpackungsmaschinenindustrie) herausstellen. Eine neuartige Schweißlösung (Auszeichnung als Innovation des Jahres 2012) ermöglicht beispielsweise das Verschweißen und Trennen einzelner Verpackungen in nur einem Prozessschritt und mit deutlich weniger Materialaufwand. Obwohl vor Umstellungen im Konsumgüterbereich lange Testreihen üblich sind, konnte mit Unilever bereits ein Weltkonzern für das neue Schweißmodul gewonnen werden. In zahlreichen weiteren Unternehmen befinden sich die Module bereits in der Testphase. Unseres Erachtens dürfte das Ultraschallschweißen infolge der niedrigeren Kosten bei gleichzeitig besserer Qualität sukzessive Marktanteile vom herkömmlichen Wärmeschweißen gewinnen. Der Verpackungsmarkt eröffnet MS Industrie einen riesigen Absatzmarkt (ca. 35 Mrd. Euro). Parallel zur starken Umsatzausweitung dürfte MS Industrie den **Gewinn** über die nächsten Jahre **deutlich steigern** können. Dabei wird sich u.E. die EBIT-Marge bis 2017 mehr als verdoppeln.

**Fazit:** Die hervorragenden Wachstumsperspektiven und das deutliche Margensteigerungspotenzial der MS Industrie spiegelt sich u.E. nicht ausreichend im Kurs wider. Sowohl der Peer-Group-Vergleich (+21%) als auch das DCF-Modell (+29%) signalisieren eine deutliche Unterbewertung der Aktie. Insbesondere nach der jüngsten Konsolidierung halten wir einen Einstieg für attraktiv. Wir nehmen MS Industrie deshalb mit einer Kaufempfehlung in unsere Coverage auf. Das Kursziel beträgt 4,80 Euro.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz	174,8	179,8	207,0	222,7	246,4
Veränderung yoy	5,3%	2,8%	15,1%	7,6%	10,6%
EBITDA	16,3	17,3	21,0	22,7	25,8
EBIT	6,0	6,7	10,6	12,2	16,7
Jahresüberschuss	2,1	2,0	4,8	5,8	9,4
Rohertagsmarge	42,1%	46,3%	45,9%	45,6%	45,4%
EBITDA-Marge	9,3%	9,6%	10,1%	10,2%	10,5%
EBIT-Marge	3,4%	3,7%	5,1%	5,5%	6,8%
Net Debt	60,5	70,4	43,6	33,6	18,7
Net Debt/EBITDA	3,7	4,1	2,1	1,5	0,7
ROCE	6,0%	6,3%	10,5%	14,0%	20,2%
EPS	0,07	0,07	0,16	0,20	0,32
FCF je Aktie	-0,33	0,02	0,14	0,09	0,25
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,06
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,6%
EV/Umsatz	0,9	0,9	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	9,5	9,0	7,4	6,8	6,0
EV/EBIT	25,7	23,0	14,6	12,7	9,3
KGV	53,1	53,1	23,3	18,6	11,6
P/B	2,8	2,7	2,4	2,1	1,8

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 3,72

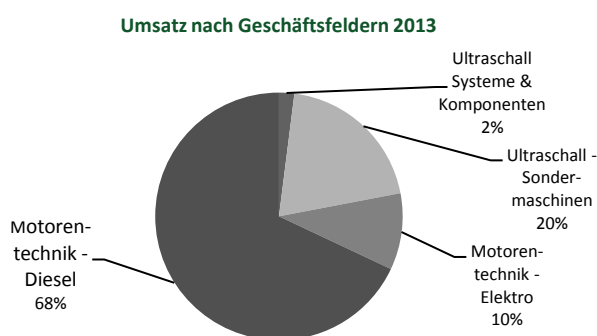
## INHALTSVERZEICHNIS

<b>Investment Case</b>	<b>3</b>
Dynamisches Wachstum in Endmärkten	4
Verteidigung der Markführerschaft durch hohe Wettbewerbsqualität	4
Anhaltendes Umsatzwachstum in sämtlichen Bereichen erwartet	5
Dynamische Gewinnentwicklung durch Skaleneffekte	6
Weiterhin positiver Newsflow erwartet	7
Bewertung spiegelt Wachstumspotenzial nicht wider	7
Fazit	8
<b>Timing und Sentiment</b>	<b>9</b>
<b>SWOT</b>	<b>10</b>
Stärken	10
Schwächen	10
Chancen	10
Risiken	10
<b>Markt und Wettbewerb</b>	<b>11</b>
Markt für Antriebstechnik	11
Dieselmotorentechnik-Markt	12
Daimlers Weltmotor als wichtigster Umsatztreiber	12
Schweißtechnik-Markt	14
Wesentliche Wettbewerber	17
Ultraschalltechnik	17
<b>Wettbewerbsqualität</b>	<b>18</b>
Wettbewerbsvorteile durch Technologieführerschaft und Fertigungsqualität	18
Operative Stabilität durch langfristige Geschäftsbeziehungen	18
Exklusive Lieferverträge durch Duopol in der Premium-Antriebstechnik	18
Wissen aus einer Hand: Maschinenbauer und Komponentenhersteller	18
Internationale Produktionsstandorte optimieren Kundenlogistik	19
Hohe Innovationskraft ermöglicht Expansion in neue Geschäftsfelder	19
<b>Finanzen</b>	<b>20</b>
Weiterhin dynamische Umsatzausweitung in allen Bereichen erwartet	21
Spürbare Verbesserung der operativen Marge	22
Sukzessive Steigerung der Eigenkapitalquote	23
Bilanzanalyse	24
<b>Bewertung</b>	<b>25</b>
Peergroup-Analyse	25
DCF-Modell	27
<b>Unternehmenshintergrund</b>	<b>29</b>
Segmentbetrachtung	30
Märkte und Umsatz	32
Produkte	32
Erfahrenes Management	33
Aktionärsstruktur	33
<b>Anhang</b>	<b>34</b>
<b>Disclaimer</b>	<b>38</b>

## INVESTMENT CASE

Die MS Industrie AG mit Sitz in München ist eine börsennotierte Holdinggesellschaft mit Beteiligungen im Bereich Antriebstechnik (Diesel- und Elektromotoren) und Ultraschalltechnik. Außerdem verfügt MS Industrie mit Immobilienbeteiligungen und dem Management-Consulting über zwei weitere, deutlich kleinere Segmente.

Da das Segment Immobilienbeteiligungen über die letzten Jahre gemessen am Gesamtumsatz sukzessive verkleinert wurde und das Segment Unternehmensberatung in den letzten Jahren volumenseitig ebenfalls vernachlässigbar war, stellen die Industriebeteiligungen den nunmehr überwiegenden Umsatzanteil der MS Industrie dar (>98%). Aus diesem Grund sind weniger die Segmente selbst als vielmehr die einzelnen Geschäftsbereiche innerhalb des Segments Industriebeteiligungen von Interesse. Die folgende Grafik zeigt die Umsatzverteilung der einzelnen Geschäftsbereiche.



Quelle: Unternehmen, Montega (Prognosen)

Der maßgebliche Umsatz der Holding basiert auf der MS Spaichingen GmbH (rund 90% d. Konzernumsatzes im GJ 2013), in welcher die Geschäftsbereiche Motorentechnik (ohne Elektro) und Ultraschalltechnik zusammengefasst sind.

Im Geschäftsfeld **Motorentechnik - Diesel** liefert MS Industrie mechanische Baugruppen und Motorkomponenten insbesondere für den Nutzfahrzeugbereich, in welchem hauptsächlich Dieselmotoren verbaut werden. Der wesentliche Umsatz- und Gewinnreiber ist die Zulieferung des Ventiltriebs für den Daimler Weltmotor (OM 47X), der in schweren Nutzfahrzeugen verbaut und von MS Spaichingen exklusiv beliefert wird (Single-Source-Supplier).

Der Bereich **Ultraschalltechnik** teilt sich wiederum in zwei Geschäftsfelder:

Unter dem Geschäftsfeld **Ultraschall - Sondermaschinen** wird ausschließlich die Automobilindustrie beliefert. Die Schweißmaschinen kommen hier zur Verbindung von Plastikteilen zum Einsatz (u.a. Stoßstangen, Instrumententafeln, Spoiler, etc.).

Im Geschäftsfeld **Ultraschall - Systeme und Komponenten** werden Lösungen speziell für die Verpackungsindustrie entwickelt, hergestellt und vertrieben. Der Geschäftsbereich hat ein starkes Wachstum aufzuweisen, ist bislang mit einem Umsatz von rund 3 Mio. Euro aber gleichzeitig der umsatz- und ertragsschwächste.

Die Elektromotorenwerk Grünhain GmbH (EMGR) betreibt den Geschäftsbereich **Motorentechnik - Elektro** und fertigt kundenspezifische Elektromotoren. Die EMGR produziert elektrische Motoren für Pumpen, Kräne, Förderbänder sowie medizinische Geräte und verfügt außerdem über eine eigene Aluminiumdruckgießerei für den Eigen- und Fremdbedarf, wobei sich letzterer vor allem auf die Automobilindustrie sowie die Heizungsbranche erstreckt.

### Dynamisches Wachstum in Endmärkten

Das Unternehmen ist mit seinen Produkten und Lösungen im Wesentlichen dem Maschinenbau zuzuordnen, den Hauptabsatzmarkt stellt dabei der Automotive-Sektor (PKW u. Nutzfahrzeuge) dar. Die einzelnen Endmärkte entwickeln sich dabei sehr unterschiedlich:

**Dieselmotorentechnik:** Nach einem leichten Rückgang des Produktionswertes in der Antriebstechnik im Jahr 2013 dürfte das Produktionsvolumen im Geschäftsjahr 2014 branchenweit wieder um 4% zugenommen haben. Wesentlichen Anteil am Wachstum der Dieselmotortechnik hatten u.E. gesetzliche Vorschriften zur Emissionssenkung (Euro Norm VI, EPA '10 etc.).

**Elektromotorentechnik:** Der Elektromotorenmarkt wird Schätzungen von Transparency Market Research zufolge über die nächsten 5 Jahre mit einer CAGR von 6,3% ein äußerst robustes Wachstum aufweisen. Der Markt für individuell entwickelte und hergestellte Motoren ist dagegen weitaus weniger genau prognostizierbar und muss nicht unbedingt dem Gesamtmarkt für Elektromotoren entsprechen.

**Ultraschalltechnik - Sondermaschinen:** Für den Sondermaschinen-Markt gilt, dass dieser maßgeblich von der Modellvielfalt sowie vom Facelift-Abstand abhängt. Allgemein ist eine Ausweitung der Produktvielfalt (höhere Modellvielfalt und häufigere Facelifts) sowie eine Zunahme des Kunststoffanteils in Fahrzeugen zu beobachten. Zudem wird in Rezessionen die Modellvielfalt i.d.R. ausgeweitet, sodass der Bereich Sondermaschinen einen sehr schwankungsarmen Geschäftszweig darstellt.

**Ultraschalltechnik - Systeme & Komponenten:** Dieser Bereich adressiert im Wesentlichen die Verpackungsindustrie, die auf etwa 500 Mrd. Euro geschätzt wird. Die prognostizierten jährlichen Wachstumsraten bis 2018 betragen 4,6%. Aktuell herrscht in der Verpackungsindustrie das Wärmeschweißen vor. Infolge der höheren Durchlaufzeiten sowie der besseren Qualität sollte die Ultraschallschweißtechnik in der Verpackungsindustrie zunehmend Fuß fassen können.

### Verteidigung der Markführerschaft durch hohe Wettbewerbsqualität

Die MS Industrie verfügt über das gesamte Produktportfolio hinweg über **absatzrelevante Alleinstellungsmerkmale**, die es dem Unternehmen ermöglichen sollten, die Markführerschaft nachhaltig verteidigen zu können.

Die Tatsache, dass MS Industrie im Markt als Premiumanbieter angesehen wird, ist ein Ergebnis des starken Markennamens und der Anerkennung als **Qualitätsführer in der Motorentechnik**. Aufgrund der langen Lebensdauer eines LKW (15-25 Jahre) sind nicht unbedingt die einmaligen Anschaffungskosten das entscheidende Kaufkriterium, sondern vielmehr die sogenannte Total-Cost-of-Ownership (gesamte Betriebskosten während der Nutzungsdauer). Die state-of-the-art-Lösungen der MS Industrie tragen dazu bei, die Service- und Reparaturkosten so gering wie möglich zu halten. Im Zuge des höheren Umweltbewusstseins bzw. der immer strengeren Emissionsvorschriften wird es zudem immer wichtiger, dass sich die Motorentechnik auf dem neuesten Entwicklungsstand befindet, um ein höchstmögliches Maß an Effizienz und Energiesparsamkeit zu gewährleisten.

Die Qualitätsanforderungen der Premium-LKW-Hersteller sind derart ausgeprägt, dass diesen weltweit nur zwei Unternehmen genügen: MS Industrie und Gnutti Carlo. Dieses Duopol garantiert MS Industrie und Gnutti Carlo einen **Marktanteil** an der Ventiltriebstechnik für Motoren im Nutzfahrzeugbereich für die Premiumhersteller **von etwa 90%**. Die hohen Ansprüche in dieser Branche (deutlich geringe Stückzahlen, längere Markteinführungsphasen und höhere Volumenschwankungen im Vergleich zur PKW-Industrie) führen daher, sofern nicht explizit vereinbart, meist zu einem de-facto-Status als Single-Source-Supplier. Die besondere Stellung der MS Industrie wird durch die Tatsache unterstrichen, dass die volumenseitig bedeutendsten der Top-7 LKW-Premiumhersteller beliefert werden (Daimler, MAN/Scania).

Besonders eindrücklich wird die hervorragende Marktstellung der MS Industrie gegenüber Mitbewerbern durch die exklusive und großvolumige Zulieferung der Ventiltriebe an Daimler für den Weltmotor verdeutlicht. Aber auch für andere Hersteller werden exklusiv Systemkomponenten für schwere Dieselmotoren gefertigt (u.a. MAN u. Motorenwerke Mannheim sowie MTU und MAN Augsburg im Offroad-Bereich).

Ein weiteres zentrales Element der Wettbewerbsstrategie ist die **klare Positionierung als Systemanbieter** im Bereich der Ultraschall Komponenten & Systeme. Durch den Hintergrund als Maschinenbauer schafft es MS Industrie, Mehrwert durch einen ganzheitlichen Ansatz zu erbringen, indem sowohl Produkte als auch technisches Know-how bezüglich der Installation, Anwendungsprozesse und Wartung der vertriebenen Komponenten geliefert werden.

### Anhaltendes Umsatzwachstum in sämtlichen Bereichen erwartet

Angesichts der hervorragenden Wettbewerbsqualität und weiterhin wachsenden Endmärkte, gehen wir davon aus, dass MS Industrie den Umsatz in den kommenden Jahren deutlich ausbauen wird. Dieses Wachstum dürfte auf folgenden Faktoren beruhen:

#### ANTRIEBSTECHNIK

**Motorentechnik - Diesel:** Für 2014 und die folgenden Jahre gehen wir von einem weiterhin starken Wachstum in der Dieselmotorentechnik aus. Insbesondere der Weltmotor sollte als Hauptumsatztreiber der MS Industrie mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 12% bis 2018 (MONE) für ein dynamisches und gleichzeitig stabiles Wachstum sorgen. Zu den wesentlichen Umsatztreibern für die kommenden Jahre zählen:

- **Strengere Abgasvorschriften:** Die am 1. Januar 2014 in Kraft getretene Abgasnorm Euro VI in Europa sowie vergleichbare Emissionsvorschriften in anderen Regionen dürften positive Nachfrageimpulse für den Absatz des (energieeffizienten) Weltmotors sowie anderer moderner Dieselmotoren für schwere Nutzfahrzeuge setzen.
- **Produktionsstarts und Markteinführungen in Europa:** In 2013 gingen neue Modellserien von Mercedes (Modelle: Actros und Antos), MTU sowie der Motorenwerke Mannheim (MWM) neu in Serie, die ab 2014 voll umsatzwirksam werden.
- **Überalterung der LKW-Flotte dürfte Replacement-Markt antreiben:** Die graduelle Überalterung der LKW-Flotte in Europa und den USA als Kernmärkte für den Weltmotor dürfte mittelfristig zu einem deutlichen Nachfrageanstieg für die Motorentechnik führen.

**Motorentechnik - Elektro:** Innerhalb der Elektromotorentechnik soll die Zulieferung von Elektromotoren an einen bulgarischen Kranhersteller ab 2015 zum Umsatzwachstum beitragen (MONE 2015: 500.000-600.000 Euro; 2016: ca. 1,2 Mio. Euro). Das Risiko ist dabei begrenzt, da feste Abnahmemengen bereits verhandelt wurden. Perspektivisch ist außerdem die Zulieferung von kundenspezifischen Zwei- und Dreirädern für den Cargo-Bereich geplant, zu deren Abnehmern u.a. die Deutsche Post gehören dürfte.

#### SCHWEISSTECHNIK

Das Ultraschallschweißen weist zu herkömmlichen Schweißverfahren zahlreiche Vorteile auf. Unter anderem charakterisieren schnelle Durchlaufzeiten (oft nur wenige Sekunden), geringe Wärmeentwicklung und optisch ansprechende Nahtverläufe das Ultraschallschweißen. Infolge der klaren Vorteile des Ultraschallschweißens gehen wir von deutlichen Wachstumsraten in beiden Ultraschall-Geschäftsfeldern der MS Industrie aus:

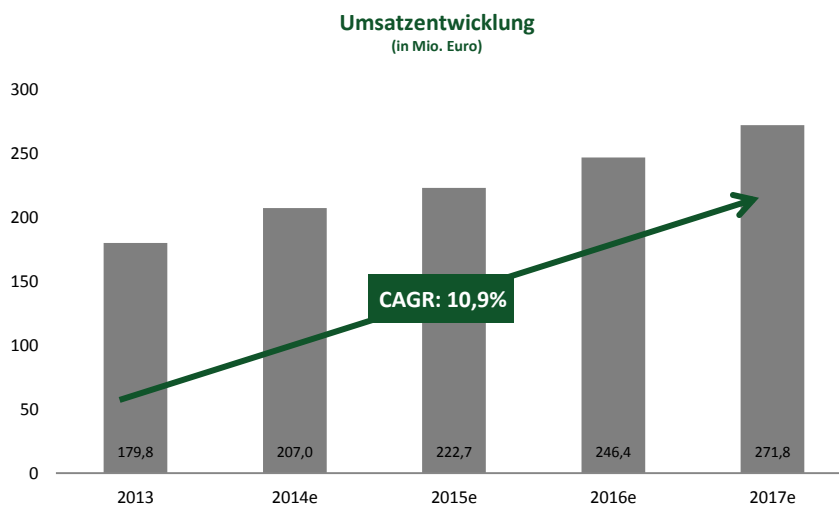
**Ultraschall - Sondermaschinen:** In der Automotive-Industrie kommen MS Industries Ultraschall-Sondermaschinen für sämtliche Teile aus Kunststoff bzw. mit Kunststoffanteil

zur Anwendung. Da die Nachfrage nach Sondermaschinen für den Automobilbereich nicht durch PKW-Absatzzahlen, sondern durch neue Modelltypen und Facelifts bestimmt wird, stellen die Sondermaschinen einen relativ stabilen Geschäftszweig dar, der von konjunkturellen Schwankungen nahezu unbeeinflusst ist. Folgende Faktoren dürften den Umsatz bei den Sondermaschinen treiben:

- **Neue Modellpolitik:** Die zunehmende Modellvariation und der sich verkürzende Facelift-Zyklus dürften das Sondermaschinen-Geschäft nachhaltig antreiben.
- **Trend zu leichterem Fahrzeugbau:** Im Rahmen der graduellen Reduktion schwerer Werkstoffe durch leichtere Alternativen wird sich der Kunststoffanteil in Fahrzeugen sukzessive erhöhen. Dieser Trend sollte zu einer anhaltend hohen Nachfrage nach Ultraschall-Schweißmaschinen führen.
- **Weitere Internationalisierung** durch Ausbau des Geschäfts in Südamerika und Asien.

**Ultraschall Systeme & Komponenten:** Auch der wesentlich kleinere Geschäftsbereich innerhalb der Ultraschalltechnik wird u.E. von starken Wachstumsraten gekennzeichnet sein. Unter den Bereich Ultraschall Systeme & Komponenten fallen Schweißlösungen vornehmlich für die Verpackungsindustrie. Unseres Erachtens wird das Ultraschallschweißen gegenüber dem herkömmlichen Wärmeschweißen in den kommenden Jahren Marktanteile gewinnen können. Anwendungsbezogene Vorteile des Ultraschallschweißens sehen wir dabei insbesondere im Bereich Lebensmittel, Tiernahrung sowie anderer hitzeempfindlicher Materialien.

Die oben genannten Treiber sollten es MS Industrie ermöglichen, den Umsatz bis 2017 auf rund 272 Mio. Euro zu steigern. Die folgende Grafik zeigt die erwartete Entwicklung:



Quelle: Unternehmen, Montega (Prognosen)

### Dynamische Gewinnentwicklung durch Skaleneffekte

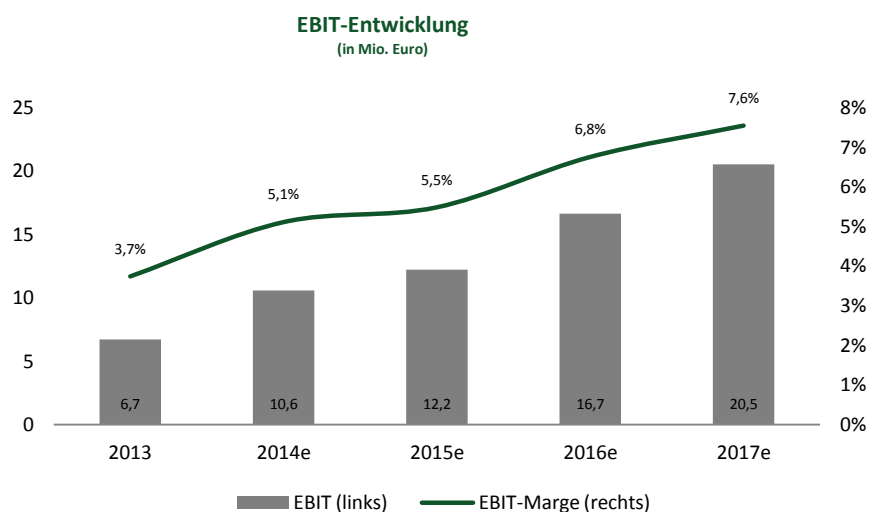
Der operative Gewinn der MS Industrie sollte in den kommenden Jahren überproportional zulegen können. Unsere Einschätzung basiert dabei auf den folgenden Punkten:

- **Skaleneffekte:** Die stetige Ausweitung des Produktionsvolumens des Weltmotors und anderer Produkte wird u.E. zu Skaleneffekten entlang der Prozesskette führen. Im Bereich Ultraschall Systeme & Komponenten dürfte zudem der Break-even-Punkt erreicht sein.
- **Effizienz- und Produktivitätssteigerung durch Umzug der MS Spaichingen:** Ende 2015 bzw. Anfang 2016 wird die MS Spaichingen den Werksitz für die Antriebstechnik verlegen. Der Umzug in den Neubau mit hochmoderner und

energieeffizienter Gebäudetechnik wird zu einer spürbaren Verbesserung der Prozessabläufe beitragen.

- **Stärkung des Finanzergebnisses durch Fokus auf Kernkompetenzen:** Durch den mehrheitlichen Verkauf des Immobiliengeschäfts in H1 2014 wurde die Bilanzqualität signifikant verbessert, wovon das Finanzergebnis profitieren sollte.

Der operative Gewinn dürfte sich von 2013 bis 2017 in etwa verdreifachen und mit einem CAGR von 32% wachsen. Die EBIT-Marge wird sich in diesem Rahmen von aktuell 3,7% auf 7,6% erhöhen, womit u.E. das Margenpotenzial der MS Industrie beim bestehenden Produktmix nahezu erreicht ist. Deutliche Steigerungen über dieses Niveau halten wir im aktuellen Branchenumfeld für nur schwer realisierbar.



Quelle: Unternehmen, Montega (Prognosen)

### Weiterhin positiver Newsflow erwartet

Wir rechnen kurz- und mittelfristig mit einem anhaltend positiven Newsflow. Dieser dürfte durch folgende Faktoren bestimmt sein:

**Gutes GJ 2014:** Am 30. April 2015 wird MS Industrie seine Jahreszahlen berichten. Diese dürften die positiven Erwartungen von uns und anderen Analysten hinsichtlich Umsatz- und Ergebnisentwicklung bestätigen. Wir rechnen damit, dass die Guidance (min. 10% Umsatzsteigerung) bequem erreicht werden wird. MS Industrie sollte es u.E. gelingen, den Umsatz auf 207 Mio. auszuweiten (+15% ggü. Vj.) und das EBIT von 6,7 Mio. Euro in 2013 auf 10,6 Mio. Euro zu steigern.

**Auftakt für 2015 vielversprechend:** Wir erwarten außerdem, dass MS Industrie dynamisch in das neue Geschäftsjahr starten wird. Grundlage hierfür bietet die über alle Geschäftsbereiche gut gefüllte Auftragspipeline. Dies wird durch den höchsten Auftragsbestand des Unternehmens seit 5 Jahren widerspiegelt. Insbesondere der weitere Vorstoß in die Verpackungsindustrie basierend auf MS Industries hochinnovativem Produktportfolio sollte für einen anhaltend positiven Newsflow sorgen.

### Bewertung spiegelt Wachstumspotenzial nicht wider

Wir haben die MS Industrie AG auf Grundlage einer DCF-Modellierung bewertet. Die daraus gewonnenen Resultate haben wir durch eine Peergroup-Analyse plausibilisiert. Beide Bewertungsverfahren deuten auf eine signifikante Unterbewertung des Unternehmens hin:

- Das DCF-Modell ergibt unter Zugrundelegung eines WACC von 8,2% einen fairen Wert von 4,80 Euro. Auf Basis des aktuellen Kurses von 3,72 Euro impliziert dies eine deutliche Unterbewertung von 29%
- Der Peergroup-Vergleich - unter Gewichtung der Maschinenbauer und Hersteller von Motorkomponenten gemäß des Umsatzmix der MS Industrie - ergibt ein ähnliches Bild. Auf Basis des 2014e-EV/EBITDA lässt sich ein Upside-Potenzial von 21% ableiten.

#### **Höhere Transparenz dürfte Discount reduzieren**

MS Industrie verfügt über deutliche Wettbewerbsqualitäten in den Bereichen Motoren- und Ultraschalltechnik. Aus diesem Grunde ist es konsequent, sich von den restlichen Beteiligungen zu trennen, um sich so auf seine Kernkompetenzen konzentrieren zu können. Der Schritt zu einer Verschlankung des operativen Betriebs wird durch den erwarteten Umstieg auf eine Segmentberichterstattung der einzelnen Geschäftsbereiche innerhalb des bisherigen Segments Industriebeteiligungen flankiert. Die Umstellung erwarten wir spätestens in Q1 2016. Für Investoren bedeutet dieser Schritt einen deutlichen Anstieg der Visibilität und ein Ende der bis dato noch vorherrschenden Intransparenz. Indem sich das Unternehmen vom bislang vorherrschenden Black-Box-Charakter befreit, könnte die Unterbewertung der MS Industrie, die wir zum Teil auf einen Konglomeratsabschlag zurückführen, aufgelöst werden.

#### **Fazit**

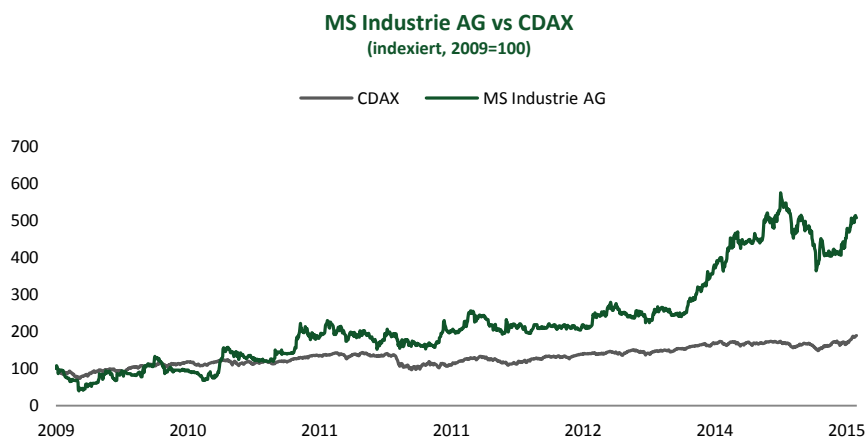
Die MS Industrie AG ist ein hochinnovativer Maschinen- und Komponentenanbieter, der führende Marktpositionen in den Bereichen Antriebstechnik und Ultraschalltechnik belegt. In den vergangenen Jahren konnte das Unternehmen insbesondere durch die Zulieferung für den Weltmotor den Umsatz dynamisch steigern. Dabei verfügt MS Industrie auch weiterhin über ein deutliches Wachstums- und Margensteigerungspotenzial. Zukünftig sollten u.E. auch die Ultraschall-Bereiche (Automotive- und Verpackungsindustrie) zum Unternehmenswachstum beitragen können. Hieraus ergibt sich ein deutliches Margenverbesserungspotenzial.

Die überdurchschnittlichen Wachstumsperspektiven sowie die absehbare Steigerung der Ergebnisqualität sehen wir vom aktuellen Kurs nicht ausreichend reflektiert. Auch im Vergleich zur Peergroup notiert die Aktie mit einem Abschlag von rund 21%.

Wir nehmen die MS Industrie daher mit einer Kaufempfehlung in unser Coverage-Universum auf. Das Kursziel sehen wir auf Sicht von 12 Monaten bei 4,80 Euro.



## TIMING UND SENTIMENT



Quelle: Capital IQ

Seit 2009 ist die Aktie MS Industrie AG von 0,72 Euro um knapp 500% auf 4,20 Euro gestiegen. Damit wies MS Industrie im Vergleich zum CDAX eine deutliche Outperformance auf. Als Hauptgrund hierfür sehen wir die Verdoppelung des Umsatzes von 2009 bis 2013. Von diesem Niveau konsolidierte der Aktienkurs bis Anfang 2015 und verlor in diesem Zuge rund ein Drittel seines Wertes. Anfang des Jahres konnte MS Industrie den Trend umkehren und einen neuen Aufwärtstrend bilden (aktuell: 3,72 Euro). Dieser sollte sich - getrieben von einem anhaltend positiven Newsflow - fortsetzen. Wir sehen vor allem die im Folgenden beschriebenen Faktoren als kursbestimmend an.

Den wichtigsten Kurstreiber sollte auch weiterhin der **Verkaufserfolg des Daimler Weltmotors** darstellen. Im Geschäftsjahr 2014 dürfte die Anzahl gelieferter Weltmotoren auf rund 140.000 angestiegen sein. Wir sehen darüber hinaus weiteres Potenzial, das Zuliefervolumen deutlich auszuweiten. Hierzu beitragen könnte die Adaption des Weltmotors in neuen LKW-Typen (u.a. in den zu Daimler gehörenden Freightliner-Trucks in den USA, wo neben Daimler-Motoren zum Teil auch Cummins-Motoren eingesetzt werden) sowie in den Ländern China und Brasilien, in denen bislang überwiegend das Vorgängermodell des Weltmotors im Einsatz ist.

Zur Volumenausweitung der Weltmotorproduktion dürfte mittelfristig ein stark wachsender Umsatz im Bereich der Ultraschallschweißlösungen für die Verpackungsindustrie hinzukommen. Insgesamt kann MS Industrie auf gut gefüllte Auftragsbücher in allen Geschäftsbereichen blicken (höchster Auftragsbestand seit 5 Jahren). Hierdurch verfügt MS Industrie über eine sehr hohe Visibilität für die kommenden Quartale. Die gute Planbarkeit des Geschäfts sollte zu einer Optimierung der Prozesse beitragen.

Perspektivisch ist außerdem eine **Ausweitung der Produktion nach Bulgarien, Brasilien und China** über Joint-Ventures geplant. Der Vorstoß durch JVs mit dort ansässigen Partnern dient einerseits der Risikominimierung und gewährleistet außerdem Fachkenntnis der jeweiligen Länder. Bulgarien verbindet die Vorteile eines Billiglohnlandes mit jenen eines EU-Mitgliedschaftslandes. Die erfolgreiche Etablierung eines Produktionsstandortes in Brasilien würde eine signifikante Ausweitung der Kundenbasis bedeuten, da der Import zu Automobilherstellern mit dort ansässigen Produktionsstandorten durch die prohibitiven Schutzzölle Brasiliens erschwert wird.

## SWOT

Bei der MS Industrie handelt es sich um einen hochinnovativen und verlässlichen Partner in der Antriebs- und Ultraschalltechnik. Das hohe Innovationspotenzial wird unter anderem durch die Tatsache deutlich, dass aktuell mehr als die Hälfte des Umsatzes mit Produkten erzielt wird, die in den letzten drei Jahren auf den Markt gekommen sind.

### Stärken

- Hoher Kundenbindungsgrad durch langjährige Geschäftsbeziehungen bedingt durch lange Produktlebenszyklen
- Großes Fertigungs-Know-how sowie etablierte Lieferbeziehungen zu Weltmarken
- Innovationsführerschaft auf dem Gebiet Ultraschalltechnik und Präzisionsspezialist in der Antriebstechnik
- Hohe Visibilität durch Single-Source-Supplier-Verträge

### Schwächen

Trotz der hohen Wettbewerbsqualität des Unternehmens und des attraktiven Marktumfeldes weist MS Industrie aus unserer Sicht einzelne Schwächen auf:

- Kein "pure play": Relativ unterschiedliche Geschäftsfelder, Synergien auf Gruppenebene auf kaufmännische Synergien beschränkt
- Begrenzte Informationen zu einzelnen Geschäftsbereichen im ausschlaggebenden operativen Segment Industriebeteiligungen - Ausweisung der einzelnen Geschäftsfelder ab Q1 2016 erwartet

### Chancen

Vor allem der Fokus auf die Industriebeteiligungen und die Verschlinkung des operativen Geschäfts schafft u.E. deutliches Wachstumspotenzial.

- Starker Nachfrageanstieg nach Daimlers Weltmotor durch Ausweitung des Einsatzes von den USA und Europa in die Emerging Markets (Brasilien, China)
- Strengere Abgasvorschriften zur Reduktion des CO<sub>2</sub>-Ausstoßes und damit vermehrte Nachfrage nach technisch hochwertigen Motorenlösungen
- Kürzere Produktlebenszyklen im PKW-Sektor
- Großes Marktpotenzial für Ultraschall-Lösungen im Verpackungsbereich
- Fokussierung auf Kernkompetenzen (Industriebeteiligungen) sowie deren Ausbau (Internationalisierung)

### Risiken

- Hoher Abhängigkeitsgrad von einigen wenigen Großkunden (z.B. Daimler)
- Stark ausgeprägte konjunkturelle Abhängigkeit im Nutzfahrzeugbereich

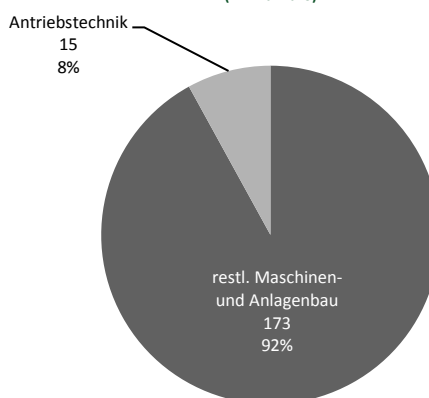
## MARKT UND WETTBEWERB

Da die MS Industrie hauptsächlich an die Automobilindustrie (PKW u. Nutzfahrzeuge) liefert, adressiert das Unternehmen äußerst wachstumsstarke Märkte. So hatte der Automotive-Markt während der letzten fünf Jahre ein durchschnittliches jährliches Umsatz- und Ergebniswachstum von 10,0% bzw. 10,7% aufzuweisen. Der Gesamtmarkt der börsennotierten Unternehmen entwickelte sich dagegen mit 6,9% und 8,7% deutlich schwächer (Damodoran 2014).

### Markt für Antriebstechnik

Maßgeblichen Einfluss auf die Geschäftsentwicklung der MS Industrie hat die Antriebstechnik (78% d. Umsatzes). Dieser Bereich wird zum Maschinen- und Anlagenbau hinzugezählt und macht rund 8% des Gesamtmarkts aus.

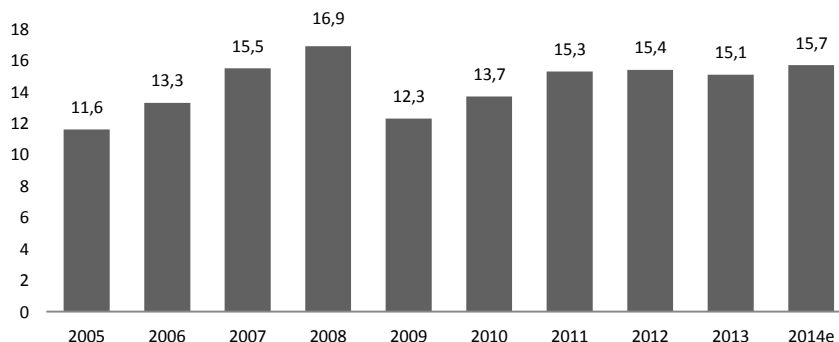
**Antriebstechnik als Anteil des Maschinen- und Anlagenbaus**  
(in Mrd. Euro)



Quelle: Statistisches Bundesamt, VDMA, McKinsey

Der Produktionswert der Antriebstechnik entwickelte sich in Deutschland dabei wie folgt:

**Produktionswert der Antriebstechnik in Deutschland**  
(in Mrd. Euro)

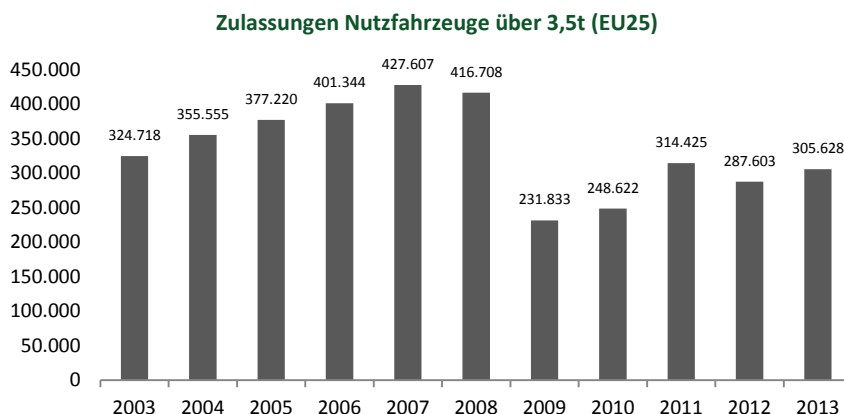


Quelle: Statistisches Bundesamt, VDMA, McKinsey

Nachdem der Produktionswert der Antriebstechnik im Zuge der Krise im Jahr 2009 stark rückläufig war, konnte sich dieser im Laufe der letzten Jahre wieder deutlich erholen. Seit 2009 wies der Bereich ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 5,3% auf. Der Produktionswert im Bereich der Antriebstechnik in Deutschland hatte letztes Jahr einen erneuten Rückgang zu verzeichnen (-2%). Der Fachverband der deutschen Maschinenbauer (VDMA) rechnet für 2014 aber wieder mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 4%.

### Dieselmotorentechnik-Markt

Mit 68% des Konzernumsatzes ist der Bereich Motorentechnik - Diesel der wichtigste Geschäftsbereich innerhalb der Antriebstechnik (d.h. Antriebstechnik ohne Elektromotoren). Aus diesem Grund ist die Anzahl der Neuzulassungen von Nutzfahrzeugen eine wichtige Einflussgröße auf das operative Geschäft der MS Industrie. Die nachfolgende Grafik zeigt die Neuzulassungen in dieser Fahrzeugklasse in der Europäischen Union während des Zeitraums 2003-2013.



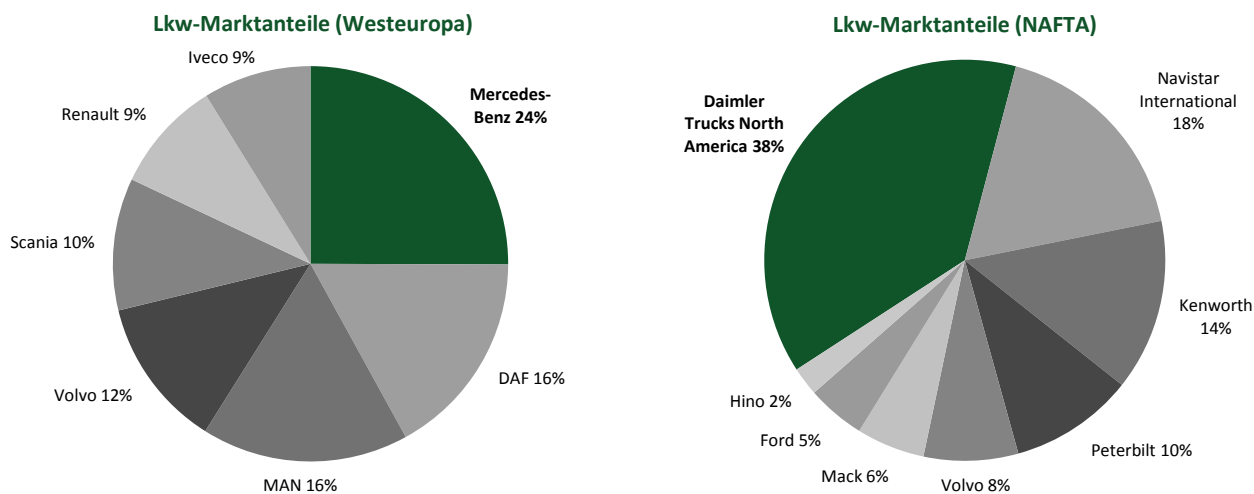
Quelle: ACEA

Die Zahl der Neuzulassungen von Nutzfahrzeugen konnte EU-weit in 2013 gegenüber dem Vorjahr um 6,3% verbessert werden. Der Wert liegt aber unter dem des Jahres 2011. Ein Blick auf die letzten zehn Jahre zeigt außerdem, dass die Zahl der Nutzfahrzeugneuzulassungen noch immer etwa ein Viertel unter den Vorkrisenwerten liegt. Dies impliziert, dass das durchschnittliche Fahrzeugalter stetig zunimmt. Entsprechend dürfte sich auf dem Replacementmarkt ein zunehmender Kaufdruck aufbauen (siehe hierzu S. 14). Eine Rückkehr auf das Vorkrisenniveau ist u.E. mittelfristig wahrscheinlich, sobald die wirtschaftliche Situation in Europa eine deutliche Verbesserung aufweist.

### Daimlers Weltmotor als wichtigster Umsatztreiber

Im Bereich Antriebstechnik beliefert MS Industrie aktuell die LKW-Premiumhersteller Daimler und MAN/Scania. Mit einem Konzernumsatzanteil zwischen 40 und 50% kommt der Fertigung von Ventiltrieben für Daimlers Weltmotor aber eine besondere Bedeutung für die Topline-Entwicklung der MS Industrie zu.

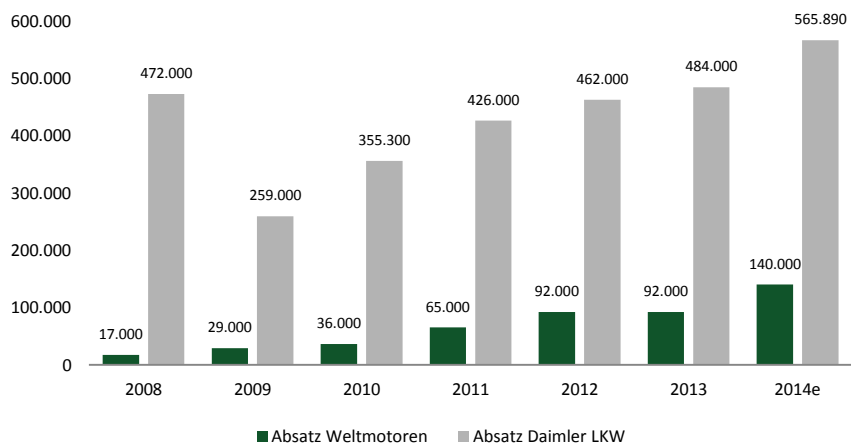
Daimler nimmt im LKW-Markt sowohl in Europa als auch in Nordamerika eine herausragende Stellung ein (siehe Grafik). Während jeder vierte LKW in Westeuropa von Daimler hergestellt wird, weist Daimler in Nordamerika sogar einen Marktanteil von 38% auf. In beiden Märkten ist Daimler der mit Abstand bedeutendste LKW-Hersteller.



Quelle: MS Industrie, Daimler

Die nachfolgende Grafik zeigt die Anzahl der Daimler Weltmotoren an der Gesamtzahl der von Daimler weltweit abgesetzten Lastkraftwagen.

#### Weltweiter Daimler LKW- und Weltmotorenabsatz



Quelle: MS Industrie, Daimler

Die Grafik verdeutlicht, dass der Anteil des Weltmotors über die letzten Jahre stetig angestiegen ist. Eine Fortsetzung dieses Trends zeichnet sich durch die im GJ 2014 beobachtbare starke Volumenausweitung auf voraussichtlich 140.000 Weltmotoren ab. Somit stellt die reine Verdrängung älterer Motorenmodelle ein hohes Wachstumspotenzial dar.

Insgesamt erwarten wir in der Antriebstechnik ein weiterhin dynamisches Wachstum, das u.a. durch folgende Punkte flankiert wird:

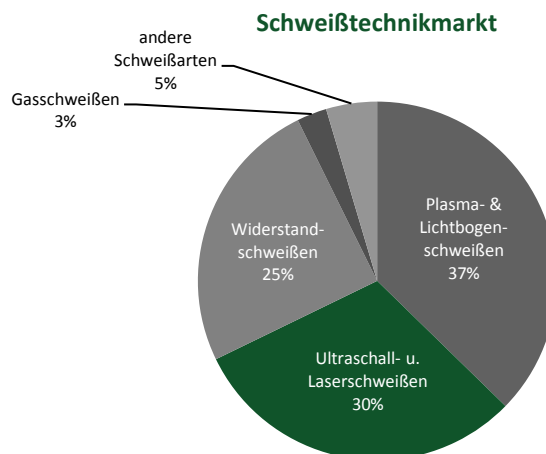
- **Abgasvorschriften:** Der Absatz des (energieeffizienten) Weltmotors sowie anderer moderner Dieselmotoren für schwere Nutzfahrzeuge dürfte durch die am 1. Januar 2014 in Kraft getretene Abgasnorm Euro VI signifikant steigen. Weltweit ist ein Trend zu strikteren Abgasnormen zu beobachten. Besonders ausgeprägt sind diese schon heute in den westlichen Industrieländern. Mit der seit 2010 geltenden EPA' 10 verfügen die USA über ähnliche Abgasanforderungen wie die derzeit in der EU gültige Euro-VI-Norm. Strikte

Abgasnormen haben sich bislang größtenteils auf die Industriestaaten beschränkt. Infolge zunehmender Luftverschmutzung in den Großstädten der Emerging Markets ist die Einführung Euro-VI-Norm vergleichbarer Emissionsstandards in Brasilien ab 2017, in Russland ab 2018 und in China ab 2019 vorgesehen.

- **Steigender Transportbedarf infolge kontinuierlichen Anstiegs des Welthandels:** International ist der Trend zu sukzessive mehr Spezialisierung und deshalb einer Ausweitung des Welthandels festzustellen. Da der LKW nach wie vor das meist eingesetzte Transportmittel darstellt, sollte sich dies positiv auf die Nachfrage nach Antriebstechnik für schwere Nutzfahrzeuge auswirken.
- **Überalterung der LKW-Flotte dürfte Replacement-Markt antreiben:** In 2012 betrug das durchschnittliche Alter von schweren Nutzfahrzeugen in Nordamerika 10,4 Jahre. Damit hat sich das Durchschnittsalter seit 1995 um mehr als 2 Jahre (+25%) erhöht (Polk 2012). Eine ähnliche Entwicklung ist in Europa feststellbar. Die Überalterung der LKW-Flotte in den USA und in Europa als Kernmärkte für den Weltmotor deutet auf eine kommende Nachfragewelle hin. Trigger hierfür dürfte eine nachhaltige Verbesserung der wirtschaftlichen Situation in Europa darstellen.

### Schweißtechnik-Markt

Der weltweite Schweißtechnikmarkt belief sich 2013 auf 17,47 Mrd. US-Dollar. Die folgende Grafik zeigt die relative Bedeutung der einzelnen Schweißverfahren am Gesamtmarkt für die Schweißtechnik.



Quelle: Global Research & Data Services 2014

Studien zufolge wird das Marktvolumen des Schweißtechnikmarktes bis 2020 auf knapp 24 Mrd. US-Dollar ansteigen und so mit einer jährlichen durchschnittlichen Rate von 4,5% wachsen (Transparency Market Research 2014). Den modernen und neuartigen Schweißtechniken wie dem Ultraschallschweißen werden dabei weitaus höhere Wachstumsraten zugeschrieben.

Der Hauptwachstumstreiber des Ultraschallschweißens ist der klare Mehrwert, den state-of-the-art-Welding sowohl für Produzenten als auch Endkunden erbringt. Im Vergleich zu herkömmlichen Schweißmethoden werden beim Ultraschallschweißen der Ausschuss als auch der Material- und Energieverbrauch und damit die Kosten signifikant reduziert. Das im Jahr 2012 auf den Markt gekommene Ultraschalltrennschweißmodul MS SoniPAC CuS 4000 ermöglicht beispielsweise erstmals das Verschweißen und Trennen einzelner Verpackungen in einem Prozessschritt und ohne sogenannter Opferfolie. Hierdurch ergeben sich signifikante Stückkosteneinsparungen für die Verpackungsindustrie. Außerdem sind die Durchlaufzeiten beim Ultraschallschweißen sehr gering (oft nur wenige Sekunden). In der Medizintechnik erlaubt das Verfahren darüber hinaus ein hygienisches

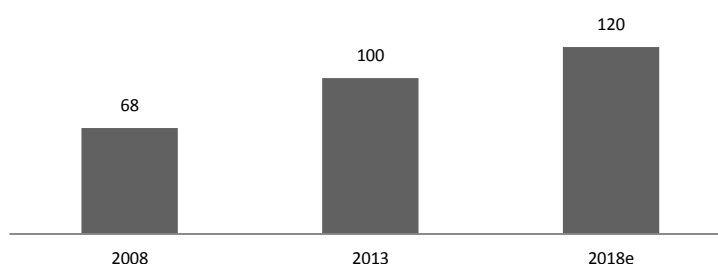
und partikelfreies dauerhaftes Verbinden von Werkstoffen. Generell gilt, dass ein optisch ansprechender Nahtverlauf, die Kostenersparnisse sowie die integrierte Qualitätssicherung für eine Fortsetzung des Wachstums von Ultraschallschweißmaschinen sprechen.

### Ultraschall - Sondermaschinen

Für die Entwicklung im Bereich Ultraschall - Sondermaschinen ist die Automobilindustrie als einzige belieferte Industrie von ausschlaggebender Bedeutung. Der hier zu erzielende Umsatz richtet sich dabei jedoch nicht nach der Absatzmenge der verkauften PKW. Vielmehr erfordert jedes Modell bzw. Facelift eigene Sondermaschinen, sodass einerseits die Modellvielfalt und andererseits der zeitliche Abstand zwischen Facelifts die Zahl der benötigten Sondermaschinen bestimmen. Zu den wichtigsten Nachfragetreibern im Bereich Sondermaschinen zählen:

- **Steigende Modellvielfalt und sich verkürzende Facelift-Intervalle:** Der Absatz der Sondermaschinen dürfte v.a. durch zwei Faktoren in Zusammenhang mit der Produktvariation zunehmen: (1) In Hinblick auf das Facelift-Intervall scheint sich Europa zunehmend am US-amerikanischen Markt zu orientieren, in welchem seit den 1970er Jahren eine Abnahme des zeitlichen Abstands zwischen Facelifts zu beobachten ist. Branchenexperten gehen deshalb auch in Europa von einer Verkürzung des Facelift-Zyklus von aktuell 4 auf 2 Jahren aus. (2) Gleichzeitig ist eine zunehmende Modellvielfalt in der Automobilbranche zu beobachten. Die nachfolgende Grafik zeigt die Anzahl unterschiedlicher Modelle der europäischen Automobilhersteller für die Jahre 2008 und 2013 sowie den prognostizierten Wert für 2018.

Modellvarianten europäischer Hersteller



Quelle: PwC 2013

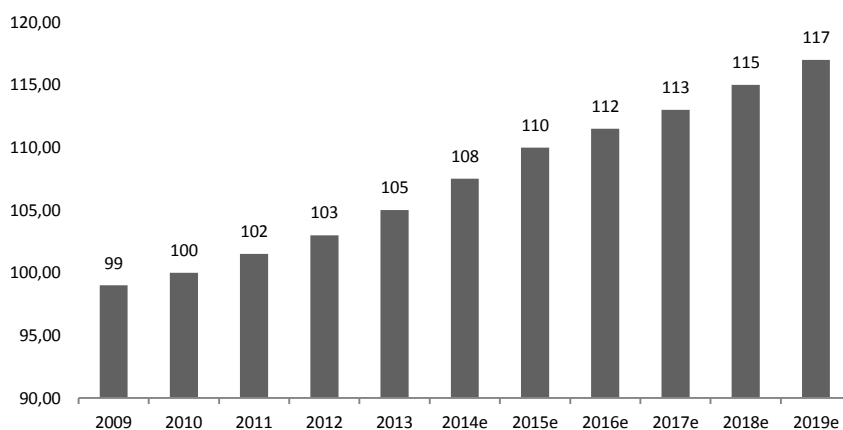
Jeder Autotyp bzw. jedes Facelift erfordert zwischen 8 und 12 Sondermaschinen, deren Anschaffungskosten zwischen 200.000 und 600.000 Euro (Ø 250.000 Euro) betragen. Infolge der für OEMs geringen Anschaffungskosten erwerben Autohersteller i.d.R. für jedes neue Modell neue Maschinen, die alten Geräte werden dabei für Reserveteile verwendet.

- **Strengere Abgasvorschriften:** Die EU-Staaten haben sich dazu verpflichtet, die Treibhausgasemissionen bis 2020 um mindestens 20% gegenüber 1990 zu reduzieren. In diesem Kontext ist die Bemühung gesetzgeberische Vorschriften zu verstehen, wonach bis 2020 der Ausstoß an Kohlenstoffdioxid (CO<sub>2</sub>) EU-weit auf 95g pro Kilometer reduziert werden soll. Diese Vorschriften werden für Automobil-OEMs und deren Zulieferer einen anhaltenden Anreiz setzen, in PKW Metall durch Kunststoff zu ersetzen. 100 Kilo Kunststoff sind dabei in der Lage, 200-300 kg herkömmlichen Werkstoffs zu ersetzen. Berechnungen von Frost & Sullivan (2014) zufolge führt eine Reduktion des Fahrzeuggewichts von 10% zu Kraftstoffeinsparungen i.H.v. 5-7%.
- **Steigende Komplexität:** Die steigende Anzahl an Funktionen, die Kunststoffteile in Fahrzeugen erfüllen müssen (z.B. Aufprallschutz) findet seinen Niederschlag in einer zunehmenden Komplexität der betreffenden Teile und Materialien. Diese Komplexität macht wiederum eine erhöhte Anzahl an Schweißpunkten erforderlich, sodass Gussformen an ihre Grenzen stoßen.

Die oben genannten Faktoren haben in den letzten Jahren zu einem starken Wachstum der Menge an verarbeitetem Plastik in Fahrzeugen geführt. Der Kunststoffeinsatz in PKW ist in den letzten Jahren kontinuierlich gestiegen und liegt heute durchschnittlich bei 105 kg. Die nachfolgende Grafik zeigt den steigenden Kunststoffanteil im PKW seit 2009 einschließlich der erwarteten Wachstumsraten bis 2019.

### Pkw-Kunststoffanteil in Europa

(in kg pro PKW)

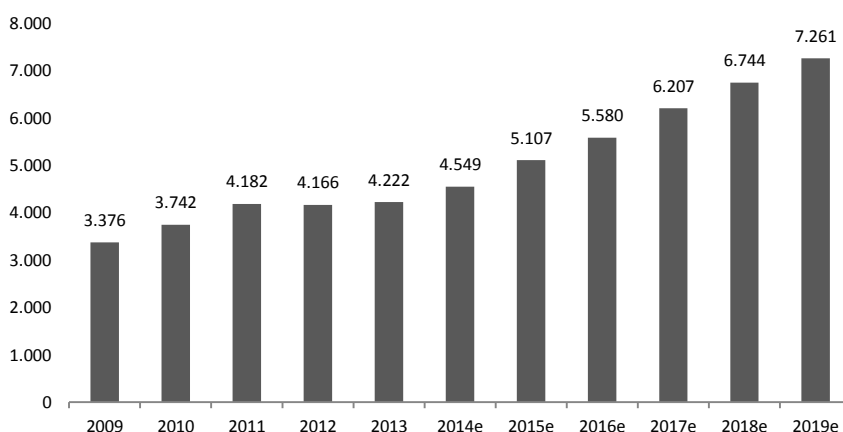


Quelle: Frost & Sullivan

Analog zur steigenden Menge an Kunststoff in PKW hatte der Kunststoffumsatz in der Automobilindustrie in den letzten Jahren ein starkes Wachstum aufzuweisen (siehe Grafik). Dieser Trend dürfte Experten zufolge anhalten. Das jährliche durchschnittliche Wachstum bis 2019 wird bei etwa 9,5% gesehen (Frost & Sullivan 2014).

### Umsatzentwicklung der Automobilkunststoffe

(in Mio. Euro)



Quelle: Frost & Sullivan

### Ultraschall Systeme & Komponenten

Im kleinen, aber stark wachsenden Bereich Ultraschall-Lösungen für die Verpackungsindustrie liegt der Umsatzanteil von MS Industrie noch bei rund 2%. Hier adressiert man einen großen, wachsenden Markt. Das durchschnittliche jährliche Wachstum bis 2018 wird von Sandler Research auf 4,6% geschätzt.

Derzeit ist der Anteil des Ultraschallschweißens im Verpackungsmarkt noch gering. Wir gehen jedoch davon aus, dass das Vibrations- bzw. Ultraschallschweißen die herkömmliche Art des Wärme- bzw. Hitzeschweißens in der Verpackungsindustrie sukzessive verdrängen



wird. Der hier adressierte Markt bietet sehr große Chancen: Nach Schätzung von Ernst & Young weist der Verpackungsmarkt ein Volumen von rund 500 Mrd. Euro auf. Alleine in Europa liegt die Zahl der jährlichen Produktstarts bei über 100.000 (packaging europe 2012). Der Ausrüstungsmarkt für die Verpackungsindustrie wies 2012 ungefähr ein Volumen von 33 Mrd. Euro auf und war von 2007 bis 2012 mit einer durchschnittlichen Rate von 4% gewachsen. Studien zufolge wird der Markt die nächsten Jahre weiterhin mit durchschnittlich 4,7% wachsen und bis 2017 eine Größe von knapp 42 Mrd. Dollar erreichen (Freedonia Group 2013).

Für MS Industrie von besonderer Bedeutung ist der Umstand, dass der Anteil von Ultraschallschweißen über die nächsten Jahre sukzessive zunehmen wird. Das Wärmeschweißen wird sich u.E. nur in Einsatzgebieten halten können, wo ohnehin eine hohe Umgebungstemperatur vorherrscht und/oder Kosten (zu Lasten von Qualität und Optik) eine übergeordnete Rolle spielen. Somit wird das Umsatzwachstum von einem sich signifikant schneller als die Gesamtwirtschaft wachsenden Markt als auch die sukzessive Verdrängung herkömmlicher Schweißarten genährt werden.

### Wesentliche Wettbewerber

Die MS Industrie AG agiert in wachstumsstarken Märkten mit einer Vielzahl an Wettbewerbern. Diese sind größtenteils fokussierte Spezialanbieter, die sich oft in privater Hand befinden. Hierdurch ergibt sich ein dynamischer und schnelllebigere Markt mit hoher Innovationsstärke und einem ausgeprägtem Wettbewerbsdruck.

#### Motorentchnik

Im Bereich Motorentchnik (Diesel) stellen **Gnutti Carlo SpA** und **WH Industries Inc.** (im Januar 2013 durch Gnutti Carlo übernommen) die closest-peers dar. Beide Unternehmen sind auf Komponenten für die Antriebstechnik spezialisiert und verfügen über keine Börsennotiz.

**Gnutti Carlo** ist ein italienisches Unternehmen, das hochqualitative Komponenten für die Antriebstechnik entwickelt und produziert. Das Unternehmen hat nach eigenen Angaben 1.264 Mitarbeiter und dürfte 2013 unseren Schätzungen zufolge einen Umsatz von rund 250-300 Mio. Euro aufgewiesen haben. Ähnlich wie MS Industrie ist Gnutti Carlo mit Produktionsstandorten in Italien, Schweden, UK, USA, Kanada sowie China und Indien international vertreten.

**WH Industries** (USA) beschäftigte etwa 210 Mitarbeiter und erwirtschaftete zuletzt einen Jahresumsatz in Höhe von 39,2 Mio. Euro. Ende 2013 wurde WH Industries von Gnutti Carlo übernommen, vollkonsolidiert und in Gnutti Carlo USA umbenannt. Der Produktionsstandort in den USA blieb dabei erhalten. Die hohe Vergleichbarkeit mit MS Industrie wird nicht zuletzt durch den Umstand unterstrichen, dass WH Industries den Auftrag für die exklusive Zulieferung von Ventiltriebteilen des mittelschweren Motorenmodells von Daimler für sich sichern konnte.

MS Industrie ist gemeinsam mit Gnutti Carlo eindeutiger Marktführer im Bereich Antriebstechnik. Gemeinsam versorgen die beiden Unternehmen etwa 90% des globalen Antriebstechnikmarktes für Ventiltriebe der LKW-Premiumhersteller.

#### Ultraschalltechnik

Der Markt für Schweißtechnik basierend auf Ultraschall ist stark fragmentiert und ebenfalls von privaten Unternehmen bestimmt. Zu den wesentlichen Wettbewerbern der MS Industrie im Markt für Ultraschall-Schweißmaschinen zählen folgende Unternehmen: Herrmann Ultraschalltechnik GmbH & Co. KG, Sonotronic Nagel GmbH und Branson Ultrasonics Corporation. Die oben genannten Unternehmen können dabei in zwei unterschiedliche Lager eingeteilt werden. Während Herrmann und Branson aus der Elektronikentwicklung entstammen, verfügen sowohl MS Industrie als auch Sonotronic Nagel über einen Maschinenbauhintergrund.

## WETTBEWERBSQUALITÄT

### Wettbewerbsvorteile durch Technologieführerschaft und Fertigungsqualität

Die MS Industrie AG verfügt über eine hohe Wettbewerbsqualität sowie Innovationskraft und konnte so in den letzten beiden Jahren erfolgreich neue Wachstumspotenziale erschließen. Als zentrale Wettbewerbsvorteile sehen wir insbesondere die folgenden Merkmale:

- **Operative Stabilität** durch langfristige Geschäftsbeziehungen
- **Exklusive Lieferverträge** durch duopolistisch geprägten Markt
- **Know-how** eines Maschinenbauers und Komponentenherstellers
- **Internationale Produktionsstandorte**, mit der die Logistik von Kunden optimiert werden kann
- **Hohe Innovationskraft**, durch die stetig neue Geschäftsfelder erschlossen werden können

### Operative Stabilität durch langfristige Geschäftsbeziehungen

Die hohe Verlässlichkeit und Qualität der Produkte von MS Industrie machen das Unternehmen zu einem bevorzugten Geschäftspartner, insbesondere im Automotivebereich. Dies wird durch einen Blick auf die Kundenbeziehungen unterstrichen. So zählen zum Kundenstamm von MS Industrie die größten Automobilhersteller und Zulieferer sowie Hersteller von Fahrzeugen für den Offroad-Bereich, unter anderem Daimler, MAN, MTU Friedrichshafen und ZF MTU und MAN Augsburg.



Die hohe Fertigungsqualität wird durch die Kontinuität der Produktfertigung der MS Industrie unter Beweis gestellt. Seit Gründung des Unternehmens im Jahr 1991 hat MS Industrie kein Produkt verloren, für das man den Auftrag gewinnen konnte. Die daraus resultierenden engen **Geschäftsbeziehungen erstrecken sich daher in der Regel über viele Jahre**, was ein Höchstmaß an Visibilität und operativer Stabilität gewährleistet.

### Exklusive Lieferverträge durch Duopol in der Premium-Antriebstechnik

Die hohe Qualität sowie Lieferverlässlichkeit der MS Industrie führen außerdem regelmäßig zu **exklusiven Lieferverträgen**. Seit 2005 beliefert MS Industrie etwa Daimler als "Single-Source-Supplier" mit dem Ventiltriebssystem für den OM 47X (auch bekannt als "Weltmotor") für den Einsatz in schweren Nutzfahrzeugen. Daimler stellt für MS Industrie den größten Einzelkunden dar. Gleichzeitig ist MS Industrie der größte Daimler-Lieferant für den Weltmotor, was das große Vertrauen Daimlers in MS Industrie unterstreicht. Der häufig exklusive Lieferstatus ist durch das De-facto-Duopol im Premium-Motorensegment erklärbar, das Single-Source-Supplier-Beziehungen begünstigt.

### Wissen aus einer Hand: Maschinenbauer und Komponentenhersteller

Im Bereich Ultraschall Systeme & Komponenten verfügt MS Industrie gegenüber reinen Komponentenherstellern über einen **substanziellen Wettbewerbsvorteil durch den Hintergrund als Maschinenbauer**. Während der Großteil der Wettbewerber als Elektronikentwickler und Komponentenhersteller nur begrenzt Hilfestellung bei der Installation und Integration kundenspezifischer Ultraschallkomponenten leisten kann, ist MS Industrie durch den Hintergrund als Maschinenbauer vertraut mit den sich in der Praxis ergebenden Problemen. Durch dieses Know-how und den umfassenden Service kann das Unternehmen einen klaren Mehrwert für seine Kunden schaffen: Das Unternehmen verkauft Lösungen und weniger Produkte. Durch den ganzheitlichen Ansatz beziehen Kunden Komponenten und Systeme sowie Know-how aus einer Hand, was eine reibungslose Integration der Ultraschalltechnik gewährleistet. Dieses Qualitätsmerkmal ist eindeutig als USP zu identifizieren, der es MS Industrie ermöglicht, sich von Konkurrenten abzuheben.

### Internationale Produktionsstandorte optimieren Kundenlogistik

Einen weiteren Wettbewerbsvorteil stellt die **internationale Ausrichtung** der MS Industrie dar. Unter anderem unterhält das Unternehmen Produktionsstandorte in Deutschland (Spaichingen, Zittau, Grünhain-Beierfeld) sowie in den USA (Webberville). Die Möglichkeit, an mehreren Standorten zu fertigen, ist vor allem für die Automobilhersteller von großer Bedeutung. Die internationale Fertigung der großen Automobilkonzerne kann so durch die Zulieferer sinnvoll komplementiert werden und zur Effizienzsteigerung des Herstellungsprozess beitragen (u.a. Reduktion der Logistikkosten).

### Hohe Innovationskraft ermöglicht Expansion in neue Geschäftsfelder

Bei aller Kontinuität der MS Industrie AG darf nicht übersehen werden, dass sich das Unternehmen durch eine **hohe Innovationsstärke** auszeichnet. So wird mehr als die Hälfte des Gesamtumsatzes mit Produkten erzielt, die in den letzten drei Jahren auf den Markt gekommen sind. Darüber hinaus belegen zahlreiche Auszeichnungen die Innovationskraft des Unternehmens. Das innovative Produktportfolio erlaubt es MS Industrie, insbesondere im Bereich Ultraschalltechnik neue Absatzmärkte zu erschließen. Nachfolgend sind einige Innovationspreise der letzten Jahre aufgeführt:

- Auszeichnung als eines der 100 innovativsten KMUs Deutschlands im Jahr 2010, 2011, 2012 und 2013
- Auszeichnung für die Innovation des Jahres für das Produkt "MS SoniPAC CuS 4000 i" im Jahr 2012
- Top Innovator Platz 2 in der Kategorie "Mittelständler ab 250 Mitarbeitern" in den Jahren 2013 und 2014
- Auszeichnung als bester Fertigteilelieferant von mehr als 1.700 Zulieferern durch MTU/Rolls Royce in den Jahren 2011, 2012 und 2014

## FINANZEN

Das Geschäftsjahr 2013 war von einer Schwäche innerhalb der Motorentechnik geprägt, die den Hauptteil des Konzernumsatzes ausmacht (GJ 2013: 78%). Ursache hierfür waren Lieferschwierigkeiten eines Großlieferanten Daimlers, wodurch es zu Engpässen bei der Weltmotor-Produktion kam. Als direkte Folge stagnierte die Absatzzahl des Weltmotors bei 92.000 (GJ 2012: 92.000). Bedingt durch die konjunkturelle Abschwächung sowie die Probleme bei einem Partner im Cargo-Geschäft entwickelte sich auch der Umsatz der Elektromotorenwerk Grünhain GmbH verhalten. Auch hier stagnierte der Umsatz mit 17 Mio. Euro in etwa auf Vorjahresniveau.

Die Stagnation im Bereich Motorentechnik konnte jedoch durch den stark wachsenden Geschäftsbereich Schweißtechnik ausgeglichen werden, in welchem ein Umsatzplus von 21% verbucht werden konnte, sodass auf Konzernebene für das Gesamtjahr ein Umsatzzuwachs i.H.v. 2,8% zu verzeichnen war.

In 2014 hatte MS Industrie wieder eine äußerst positive Entwicklung zu verbuchen. In den ersten neun Monaten des Geschäftsjahres 2014 konnten die Umsatzerlöse im Vergleich zur Vorjahresperiode von 130 Mio. Euro auf 158 Mio. Euro um 21,8% gesteigert werden. Hierzu trug wesentlich der Bereich Motorentechnik bei, dessen Umsatz sich von rund 58 Mio. Euro im Vorjahreszeitraum auf 70 Mio. Euro erhöhte (+24%). Grund für diesen signifikanten Umsatzanstieg war der Wegfall von Problemen eines Zulieferers in Nordamerika, die Erholung auf dem US-Nutzfahrzeugmarktes insgesamt (Umsatz in Nordamerika +29,7%) sowie die im Januar 2014 in Kraft getretene "Euro IV"-Abgasnorm. Die folgende Tabelle fasst die Entwicklung in den ersten neun Monaten zusammen.

MS Industrie AG - Kennzahlen	Q3/14	Q3/13	9M/14	9M/13	yoy
Umsatz	53,5	44,9	158,1	129,8	21,8%
EBITDA	6,0	4,6	16,2	13,8	17,4%
EBITDA-Marge	11,2%	10,2%	10,2%	10,6%	
EBIT	3,2	2,0	7,9	6,2	27,4%
EBIT-Marge	6,0%	4,5%	5,0%	4,8%	
Periodenüberschuss	1,5	0,6	3,9	1,9	105,3%
EPS	0,05	0,02	0,13	0,07	85,7%

Quelle: Unternehmen

Angaben in Mio. Euro, EPS in Euro

Die Ergebnisqualität konnte im Vergleich zum Vorjahr ebenfalls deutlich gesteigert werden. Dies ergab sich u.E. vor allem aus der höheren Kapazitätsauslastung. Die EBIT-Marge lag nach den ersten neun Monaten bei 6% und damit deutlich über dem Vorjahreswert von 4,5%.

Der positive Geschäftsverlauf in den ersten drei Quartalen wurde durch einen ebenso dynamischen Auftragseingang begleitet. So befand sich der Auftragsbestand nach den ersten neun Monaten auf dem höchsten Stand der letzten fünf Jahre. Insbesondere die neuen Artikel für Daimler und MAN sowie der Bereich Ultraschalltechnik waren für diesen Anstieg verantwortlich und verleihen der MS Industrie eine Visibilität bis in das 1. Halbjahr 2015. Bestellungen in Zusammenhang mit dem Weltmotor werden zwar nur sechs Monate im Voraus bekanntgemacht. De facto verfügt man als Single-Source-Supplier aber über eine sehr hohe Planbarkeit.

Vor dem Hintergrund der überzeugenden 9M-Zahlen bestätigte das Management im November die Guidance für das Gesamtjahr. Es wird weiterhin ein Umsatzwachstum von mindestens 10% in Aussicht gestellt. Für das Geschäftsjahr 2014 rechnen wir mit einer Umsatzsteigerung gegenüber dem Vorjahr um 15% auf 207 Mio. Euro. Der operative Gewinn dürfte 2014 deutlich überproportional zum Umsatz steigen. Die operative Marge wird unseren Prognosen zufolge bei 5,1% liegen.

### Weiterhin dynamische Umsatzausweitung in allen Bereichen erwartet

Infolge der Positionierung in wachstumsstarken Märkten sollte MS Industrie über die nächsten Jahre eine deutliche Umsatzausweitung möglich sein. In den einzelnen Endmärkten haben wir folgende Wachstumstreiber identifiziert:

#### ANTRIEBSTECHNIK

**Motorentechnik - Diesel:** Für 2014 und die folgenden Jahre gehen wir von einem weiterhin starken Wachstum in der Dieselmotorentechnik aus. Hier dürften sich neben dem Verkaufserfolg von Daimlers Weltmotor mehrere Produktionsstarts und Markteinführungen in Europa positiv auf die Umsatzentwicklung der MS Spaichingen auswirken. Zu den wesentlichen Umsatztreibern für die kommenden Jahre zählen:

- **Dynamische Ausweitung des Weltmotorvolumens:** In 2014 gelang es MS Industrie, den exklusiven Zuliefervertrag der Ventiltriebe für den Weltmotor um 5 Jahre und daher bis Ende 2018 zu verlängern. Der Weltmotor wird u.E. als Hauptumsatztreiber der MS Industrie mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 12% bis 2018 (MONE) für ein dynamisches und gleichzeitig stabiles Wachstum sorgen.
- **Produktionsstarts und Markteinführungen in Europa:** In 2013 gingen neue Modellserien von Mercedes (Modelle: Actros und Antos), MTU Friedrichshafen sowie der Motorenwerke Mannheim (MWM) neu in Serie, die ab 2014 voll umsatzwirksam werden. Darüber hinaus konnten in 2014 Mehrjahresverträge mit einigen wichtigen Kunden verlängert werden (u.a. MTU Friedrichshafen).
- **Strengere Abgasvorschriften:** Der Absatz des (energieeffizienten) Weltmotors sowie anderer Dieselmotoren für schwere Nutzfahrzeuge dürfte durch die am 1. Januar 2014 in Kraft getretene Abgasnorm Euro VI signifikant getrieben werden.
- **Überalterung der LKW-Flotte dürfte Replacement-Markt antreiben:** Ein durch wirtschaftliche Unsicherheit zurückzuführendes Aufschieben von LKW-Käufen hat das durchschnittliche Fahrzeugalter sowohl in Europa als auch in den USA über die letzten Jahre stark erhöht. Wir rechnen deshalb mittelfristig mit einem starken Replacement-Geschäft.

**Motorentechnik - Elektro:** Für die kommenden Jahre gehen wir außerdem von einem weiteren Wachstum im Bereich Elektromotoren aus. Ab 2015 sollen beispielsweise Elektromotoren an einen bulgarischen Kranhersteller geliefert werden (MONE 2015: 500.000-600.000 Euro; 2016: ca. 1,2 Mio. Euro). Da die Abnahmemengen von Beginn an garantiert sind, ergibt sich ein deutlich reduziertes Start-up-Risiko.

Perspektivisch dürften zum Wachstum des Geschäftsfelds darüber hinaus kundenspezifische Zwei- und Dreiräder für den Cargo-Bereich beitragen. Hierbei handelt es sich um einen möglichen Großauftrag für besonders leistungsstarke Motoren mit 1,5kW Leistung und einer Nutzlast von bis zu 340kg. Abnehmer des eigens entwickelten Motors dürfte die Deutsche Post darstellen. Eine Prototypenserie wurde 2014 ausgeliefert, die ebenfalls für 2014 geplante Auslieferung verzögerte sich aber infolge von Lieferproblemen anderer Projektzulieferer. Da der Zeitpunkt des Produktionsstarts noch nicht feststeht, ist der damit zusammenhängende Umsatz nicht in unseren Prognosen enthalten.

#### ULTRASCHALLTECHNIK

Die klaren Wettbewerbsvorteile des Ultraschallschweißen gegenüber herkömmlichen Schweißverfahren sollte in den nächsten Jahren zu einer deutlichen Umsatzausweitung in beiden Ultraschall-Geschäftsfeldern beitragen.

**Ultraschall - Sondermaschinen:** Folgende Faktoren dürften den Umsatz bei den Sondermaschinen treiben:

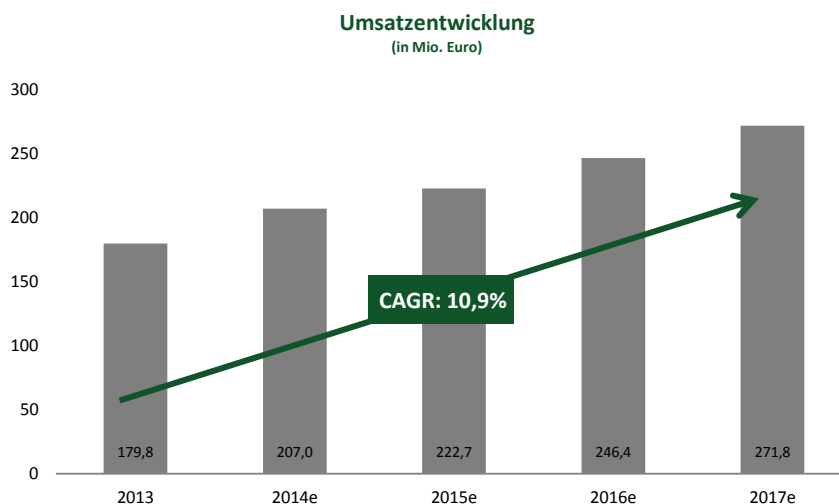
- **Steigende Modellvielfalt und sich verkürzende Facelift-Intervalle:** Experten gehen von einer steigenden Modellvielfalt bei den führenden Autoherstellern

aus. Für MS Industrie bedeutet jedes zusätzliche bzw. abgeänderte Modell (Facelift) signifikante Umsatzzuwächse. So erfordert jeder Autotyp zwischen 8 und 12 Sondermaschinen, deren Anschaffungskosten zwischen 200.000 und 600.000 Euro (Ø 250.000 Euro) variieren. Infolge der für OEMs geringen Anschaffungskosten erwerben Autohersteller i.d.R. für jedes neue Modell neue Maschinen, die alten Geräte werden dabei für Reserveteile verwendet.

- **Trend zu leichterem Fahrzeugbau:** Zunehmend strengere Abgasvorschriften zur Reduktion von Treibhausgasemissionen dürften einen anhaltend positiven Umsatzimpuls für MS Industrie darstellen. Die Verringerung des Kfz-Gewichts wird nur durch den vermehrten Einsatz von Kunststoffteilen bewerkstelligbar sein. Im Rahmen der graduellen Reduktion schwerer Werkstoffe durch leichtere Alternativen wird sich der Kunststoffanteil in Fahrzeugen sukzessive erhöhen. Dieser Trend sollte zu einer anhaltend hohen Nachfrage nach Ultraschall-Schweißmaschinen führen.

**Ultraschall Systeme & Komponenten:** Auch der wesentlich kleinere Geschäftsbereich innerhalb der Schweißtechnik wird u.E. von starken Wachstumsraten gekennzeichnet sein. Unter den Bereich Ultraschall Systeme & Komponenten fallen Ultraschall-Lösungen vornehmlich für die Verpackungsindustrie. Unseres Erachtens wird das Ultraschallschweißen gegenüber dem herkömmlichen Wärmeschweißen in den kommenden Jahren Marktanteile gewinnen können. Anwendungsbezogene Vorteile des Ultraschallschweißens sehen wir dabei insbesondere im Bereich Lebensmittel, Tiernahrung sowie anderer hitzeempfindlicher Materialien.

Diese Treiber sollten es MS Industrie ermöglichen, den Umsatz bis 2017 auf 272 Mio. Euro zu steigern. Die folgende Grafik zeigt die erwartete Entwicklung.



Quelle: Unternehmen, Montega (Prognosen)

### Spürbare Verbesserung der operativen Marge

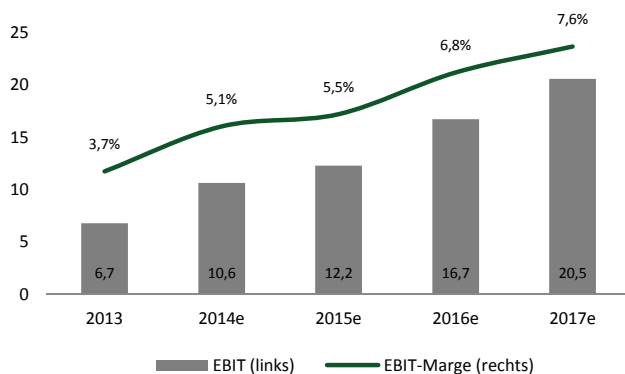
Der operative Gewinn der MS Industrie sollte in den kommenden Jahren vor allem von einer Ausweitung der Produktionskapazitäten profitieren. Ab 2015 erwarten wir einen überproportionalen Anstieg des Ertrags basierend auf folgenden Faktoren:

- **Skaleneffekte:** Die stetige Ausweitung des Produktionsvolumens des Weltmotors wird u.E. zu Skaleneffekten entlang der Prozesskette führen. Auch innerhalb der übrigen Geschäftsfelder sind Skaleneffekte zu erwarten, die zu einer spürbaren Verbesserung der operativen Marge beitragen dürften. Vor allem im Bereich Ultraschall Systeme & Komponenten dürfte der Break-even nun

erreicht sein, sodass sich Umsatzsteigerungen überproportional auf die Gewinnentwicklung auswirken sollten.

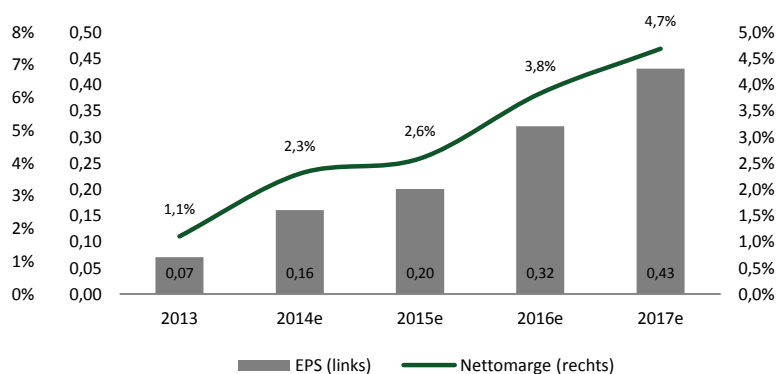
- **Effizienz- und Produktivitätssteigerung durch Umzug der MS Spaichingen:** Ende 2015 bzw. Anfang 2016 wird die MS Spaichingen den Firmensitz von Spaichingen in den Nachbarort Trossingen verlegen. Der Umzug in den energieeffizienten Neubau mit hochmoderner Produktionsfläche wird zu einer spürbaren Verbesserung der Prozessabläufe beitragen. Wir rechnen daher ab 2016 mit einer deutlichen Margensteigerung. Insbesondere das sich durch die Volumenausweitung des Weltmotors ergebende Optimierungspotenzial wird sich in den neuen Fertigungshallen realisieren lassen (MONE: EBITDA-Marge +150bps). Die zusätzlichen Leasingkosten für den neuen Firmensitz (Off-balance durch operatives Leasing) werden dabei durch Energie- und Verwaltungskostenersparnisse kompensiert werden (MONE: 1,6-1,7 Mio. Euro p.a.). So wird u.a. ein Blockheizkraftwerk die Energiekosten deutlich senken.
- **Stärkung des Finanzergebnisses durch Fokus auf Kernkompetenzen:** Durch den mehrheitlichen Verkauf der Beno Immobilien GmbH im ersten Halbjahr 2014 hat die MS Industrie einen weiteren Schritt getan, um sich von nun an auf die Kernkompetenzfelder in Form ihrer Industriebeteiligungen zu konzentrieren. Von der Veräußerung profitiert vor allem das Finanzergebnis. Die Entkonsolidierung der Gesellschaft erlaubte den Abbau von rund 15 Mio. Euro an Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten. Dies sollte zu verminderten Zinszahlungen i.H.v. 600.000 Euro p.a. führen (MONE). Gleichzeitig dürften die Verlustvorträge der Holding aber nahezu aufgebraucht sein. Die damit einhergehende Normalisierung des Steuerniveaus (MONE: 30%) wird sich daher vornehmlich auf die Bottomline auswirken. So sollte das EBT von 2013 auf 2014 voraussichtlich um rund 180% steigen, der Nachsteuergewinn mit +110% aber nur deutlich unterproportional. Die folgenden Grafiken geben einen Überblick über die prognostizierte EBIT- und EPS-Entwicklung.

**EBIT-Entwicklung**  
(in Mio. Euro)



Quelle: Unternehmen, Montega (Prognosen)

**EPS- und Nettomargen-Entwicklung**  
(in Euro)

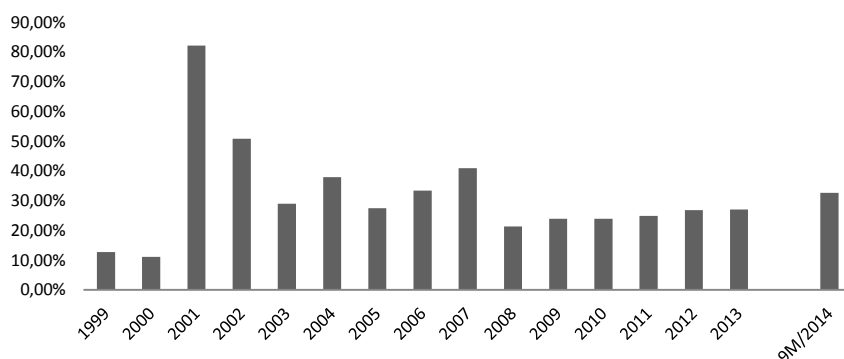


Quelle: Unternehmen, Montega (Prognosen)

### Sukzessive Steigerung der Eigenkapitalquote

Seit 2008 konnte MS Industrie die Eigenkapitalquote kontinuierlich steigern. So hat sich die Quote von rund 21% in 2008 auf 27% per Ende 2013 verbessert. Nach den ersten 9 Monaten des Geschäftsjahres 2014 konnte eine weitere Steigerung auf 32,7% erzielt werden. Wesentlich hierzu beigetragen haben die mehrheitliche Veräußerung der Beteiligung an der Beno Immobilien GmbH und die anschließende Entkonsolidierung der damit zusammenhängenden Immobiliendarlehen. Nachfolgende Grafik bildet die Entwicklung der Eigenkapitalquote der MS Industrie über die letzten Jahre ab.

### Historische Entwicklung der Eigenkapitalquote



Quelle: MS Industrie AG

Ende 2015 bzw. Anfang 2016 ist die Verlegung der Antriebstechnik der MS Spaichingen in das neue Werk geplant. Ein hierdurch möglicher Verkauf des Spaichingen-Werkes könnte die Bilanz erneut verkürzen, indem Schulden abgebaut werden. Der von uns antizipierte Verkaufserlös i.H.v. rund 10 Mio. Euro würde zu einem weiteren Anstieg der Eigenkapitalquote führen.

### Bilanzanalyse

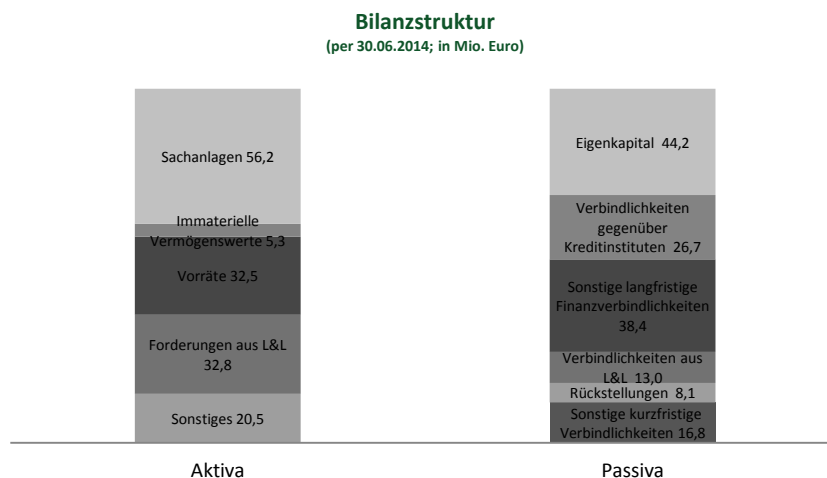
Neben der oben behandelten Entwicklung der Eigenkapitalquote weist MS Industrie einige andere Punkte in Hinblick auf die Bilanzqualität auf, die zu erwähnen sind:

Zum Ende des ersten Halbjahres 2014 wies MS Industrie eine Bilanzsumme von 147 Mio. Euro auf. Auf der **Aktivseite** sind die Sachanlagen die mit Abstand wichtigste Bilanzposition (56 Mio. Euro bzw. 38%). Diese beinhaltet einen neuen Maschinenpark der MS Spaichingen GmbH, der seit 2010 aufgebaut wurde. Noch bis Ende des GJ 2013 hatte MS Industrie Immobilien im Wert von rund 21 Mio. Euro als Finanzanlagen gehalten. Mit der mehrheitlichen Veräußerung und anschließenden Entkonsolidierung der Beno Immobilien GmbH entfiel dieser Posten aber.

Nach dem Eigenkapital stellen die sonstigen langfristigen Finanzverbindlichkeiten den größten **Passivposten** der MS Industrie dar. Außer dem langfristigen Anteil der Verbindlichkeiten aus dem Finanzierungsleasing der MS Spaichingen GmbH beinhaltet dieser Posten eine ebenfalls der MS Spaichingen GmbH zuordenbare Anleihe. Diese weist ein Volumen von 23 Mio. Euro mit einer Fälligkeit zum 15. Juli 2016 auf. Die Verzinsung der Anleihe beträgt 7,25%. Die Anleihe wird aber trotz der Fälligkeit in anderthalb Jahren mit einem signifikanten Premium von rund 107% gehandelt, womit sich eine YTM von rund 2,3% ergäbe. Somit sollten anstehende Refinanzierungen zu deutlich günstigeren Konditionen möglich sein.

In Q3 2014 konnte bereits die Inhaberschuldverschreibung der MS Industrie AG i.H.v. 1,48 Mio. Euro mit einer Verzinsung von 5,13% durch eine bis Mitte 2018 laufende Bankverbindlichkeit i.H.v. 1,2 Mio. Euro mit einem Zinssatz von 1,66% refinanziert werden. Bankdarlehen bieten sich infolge eines neuen Maschinenparks der MS Spaichingen GmbH zur Besicherung besonders an und gewährleisten einen relativ kosteneffizienten Zugang zu Kapital.





Quelle: MS Industrie

## BEWERTUNG

Bei der Bewertung orientieren wir uns an unserem DCF-Modell. Die daraus gewonnenen Erkenntnisse werden anhand einer Peergroup-Analyse plausibilisiert. Beide Methoden deuten auf eine deutliche Unterbewertung hin (21-29%). Aufgrund der Tatsache, dass im Rahmen der Peergroup-Analyse auf vergleichbare Unternehmen i.w.S. zurückgegriffen werden musste, tendieren wir dazu, das Bewertungsergebnis des DCF-Verfahrens für die Kurszielbestimmung heranzuziehen.

### Peergroup-Analyse

Mit Gnutti Carlo in der Motorentchnik und Sonotronic (als einziger Anbieter von Ultraschallschweißlösungen mit Hintergrund als Maschinenbauer) in der Ultraschallschweißtechnik verfügt MS Industrie grundsätzlich über zwei perfekt vergleichbare Peers in den beiden dominierenden Geschäftsfeldern. Da sich beide Gesellschaften aber in privater Hand befinden, stehen zu diesen weder Kennzahlen noch eine Kapitalmarktbewertung zur Verfügung.

Aus diesem Grund ziehen wir Unternehmen mit vergleichbaren Geschäftsfeldern zur Peergroup-Analyse heran. Folgende Unternehmen wurden als vergleichbar identifiziert:

**Dürr AG:** Bei der Dürr AG handelt es sich um einen Maschinen- und Anlagenbauer, der in vier Geschäftsfeldern aktiv ist: Neben der Produktions- und Lackiertechnik für Automobilkarosserien kommen die Anlagen von Dürr für den Motoren- und Getriebebau sowie die Fahrzeugendmontage zur Anwendung. Etwa drei Viertel des Umsatzes werden mit der Automobilindustrie erzielt.

**DMG Mori Seiki AG** (ehemalige Gildemeister): Die DMG Mori Seiki AG ist weltweit führend im Bereich der Werkzeugmaschinen. Für die Auswahl des Unternehmens für die Peergroup sprechen der Hintergrund als Maschinenbauer, das vergleichbare Margenniveau sowie das Geschäftsfeld Ultrasonic/Lasertec und der starke Fokus auf die Automotive-Industrie.

**Kuka AG:** Kuka ist ein international tätiger Maschinen- und Anlagenbauer mit dem Fokus auf robotergestützte Automation für die industrielle Fertigung, insbesondere für die Automobilindustrie (nebst Luftfahrtindustrie, Medizintechnik, Logistik sowie Metall- und Kunststoffindustrie). Kuka bietet außerdem Lösungen in der Verfahrenstechnik wie das Schweißen, Kleben, Dichten, Umformen, Montieren von Metall, Glas und anderen Materialien an (u.a. für die Flugzeug-, Schienenfahrzeug- und Landmaschinenindustrie).

**Maschinenfabrik Berthold Hermle AG:** Hermle ist ein weltweit tätiger Maschinenbauer im Bereich hochwertiger Fräslösungen. Ein bedeutender Abnehmer der Fräsmaschinen stellt der Automobilsektor dar.

**SHW AG:** Bei SHW handelt es sich um einen Tier-1-Zulieferer der Automobilindustrie mit einem regionalen Fokus auf den NAFTA-Raum und Europa. Rund zwei Drittel des Umsatzes sind auf Pumpen und Motorkomponenten zurückzuführen. Den Hauptabnehmer stellt die PKW-Industrie dar. Im Bereich Truck & Off-Highway fertigt SHW diverse Pumpentypen für LKW sowie Agrar- und Baumaschinen. Darüber hinaus liefert SHW div. Sinisterteile für Motoren und Getriebe sowie Nockenwellenversteller.

**ElringKlinger AG:** Auch bei ElringKlinger handelt es sich um einen wichtigen Automobilzulieferer mit einem regionalen Fokus auf Europa. Die Kernkompetenz des Unternehmens liegt auf Zylinderköpfen und Spezialdichtungen für PKW als auch Nutzfahrzeuge.

**Continental AG:** Die Continental AG zählt zu den weltweit größten Zulieferern der Automobilindustrie. Unter anderem fertigt der Bereich "Powertrain" Antriebsstrang-Komponenten, aber auch Systeme und Komponenten für Hybrid -und Elektronantriebe. Das Unternehmen ist deshalb für den Bereich Antriebstechnik vergleichsrelevant.

**Rheinmetall AG:** Die Rheinmetall AG nimmt in den Bereichen Kolben, Motorblöcke und Gleitlager global eine Spitzenposition ein. Durch den Fokus auf hochmoderne Dieselmotoren profitiert Rheinmetall von denselben Trends wie MS Industrie (geringerer Verbrauch und niedrigere Emissionen bei gleichzeitig steigender Motorenleistung).

**WABCO Holdings Inc.:** WABCO produziert und vertreibt elektronische, mechanische und mechatronische Komponenten für schwere Nutzfahrzeuge sowie PKW.

**Deutz AG:** Deutz ist ein auf die Dieselmotortechnik spezialisiertes Unternehmen, dessen Produkte in LKW, Traktoren, Baumaschinen und Zügen eingesetzt werden. Vergleichbar mit MS Industrie profitiert Deutz maßgeblich von hochwertigen Antriebslösungen infolge strengerer Emissionsvorschriften.

**SAF-Holland S.A.:** SAF-Holland ist global führend in der Herstellung von Systemen und Komponenten (u.a. Federungen, Sattelkupplungen, Federwerksysteme, Stützwinden etc.) für LKW, Busse, Campingfahrzeuge sowie Auflieger und Anhänger. Mit vielen zum Kernportfolio zurechenbaren Produkten besitzt SAF eine marktführende Stellung.

## Peergroup MS Industrie AG

Unternehmen	Kurs (LW)	EV / Umsatz			EV / EBITDA			EV / EBIT			KGV		
		2013	2014e	2015e	2013	2014e	2015e	2013	2014e	2015e	2013	2014e	2015e
Dürr Aktiengesellschaft	84,95	1,08	1,04	0,80	11,24	10,30	8,08	12,76	11,85	9,59	20,99	20,75	17,40
DMG Mori Seiki Aktiengesellschaft	29,55	1,06	0,99	0,94	11,23	9,56	8,56	14,76	12,30	10,81	22,46	21,42	18,45
KUKA Aktiengesellschaft	63,94	1,13	0,99	0,82	12,67	11,41	9,75	16,67	14,98	12,85	37,51	33,98	24,53
Maschinenfabrik Berthold Hermle AG	179,99	2,50	2,30	2,45	n.a.	n.a.	n.a.	12,30	10,62	12,25	19,19	16,55	19,15
SHW AG	45,67	0,78	0,68	0,62	8,02	7,29	5,88	13,21	12,96	9,93	19,52	18,24	13,29
ElringKlinger AG	32,23	2,00	1,82	1,71	10,67	9,65	8,83	15,80	14,19	12,73	21,44	17,53	16,15
Continental AG	207,63	1,36	1,31	1,20	8,90	8,55	7,49	13,89	12,35	10,55	17,79	15,95	14,71
WABCO Holdings Inc.	99,71	2,15	2,04	1,95	13,73	12,14	11,19	16,65	15,61	14,14	20,04	18,25	15,98
Deutz AG	4,35	0,38	0,37	0,36	3,91	5,50	3,58	11,68	36,08	9,09	14,62	34,61	12,02
Saf-Holland SA	13,47	0,88	0,81	0,75	10,66	8,97	7,52	12,78	11,33	9,25	21,20	15,19	11,91
Rheinmetall AG	41,33	0,49	0,49	0,46	5,37	7,20	5,07	10,71	18,62	9,18	17,07	30,08	11,97
Mittelwert		1,26	1,17	1,10	9,64	9,06	7,59	13,75	15,54	10,94	21,07	22,05	15,96
<b>MS Industrie AG</b>	<b>3,72</b>	<b>0,86</b>	<b>0,75</b>	<b>0,70</b>	<b>8,97</b>	<b>7,38</b>	<b>6,82</b>	<b>23,02</b>	<b>14,63</b>	<b>12,67</b>	<b>53,14</b>	<b>23,25</b>	<b>18,60</b>
Potenzial		46%	56%	58%	8%	23%	11%	-40%	6%	-14%	-60%	-5%	-14%
Fairer Wert je Aktie		<b>6,10</b>	<b>6,70</b>	<b>6,80</b>	<b>4,10</b>	<b>4,90</b>	<b>4,30</b>	<b>1,60</b>	<b>4,00</b>	<b>3,00</b>	<b>1,50</b>	<b>3,50</b>	<b>3,20</b>

Um die Fehlbewertung auf Grundlage der Peergroup zu berechnen, haben wir für die beiden Geschäftsfelder Antriebstechnik (Diesel und Elektro) und Ultraschalltechnik zwei unterschiedliche Vergleichsgruppen erstellt.

Als Vergleichsgruppe für den Bereich Ultraschalltechnik wurden Dürr, DMG Mori Seiki und Kuka identifiziert und im Rahmen der Peergroup-Analyse gemäß des Umsatzanteils der Schweißtechnik am Gesamtumsatz der MS Industrie gewichtet (21%). Hieraus ergibt sich ein durchschnittliches EV/EBITDA-Multiple von 10,42x.

Die Vergleichsgruppe für die Antriebstechnik umfasst die Unternehmen SHW AG, ElringKlinger, Continental, Rheinmetall, Deutz und SAF-Holland. Hieraus ergibt sich ein durchschnittliches EV/EBITDA-Multiple von 8,47x. Wiederum wurde deren Anteil an der Peergroup anhand des Umsatzanteils der Antriebstechnik am Konzernumsatz der MS Industrie gewichtet (78%).

Die umsatzgewichtete EV/EBITDA-Multiple beträgt somit 8,90x. Basierend auf dem EV-EBITDA-Verhältnis von 7,38x von MS Industrie lässt sich eine Unterbewertung im Vergleich zur Peergroup von 21% ableiten.

### DCF-Modell

Das DCF-Modell reflektiert das starke Wachstum der MS Industrie AG, das maßgeblich durch die Volumenausweitung des Weltmotors, zunehmend aber auch durch die Ultraschallschweißtechnik getrieben wird.

In den kommenden Jahren wird MS Industrie von unterschiedlichen Trends in der Automobil- und in der Verpackungsindustrie profitieren können und so im hohen einstelligen Prozentbereich jährlich wachsen können. Ab 2018 reduzieren wird das jährliche Wachstum graduell bis zum Terminal-Value-Wert von 2%.

Aufgrund der Fokussierung auf die Kernkompetenzen (Antriebs- und Ultraschalltechnik) sowie der angenommenen Effizienzsteigerungen durch den Umzug nach Trossingen gehen wir von einem Anstieg der EBIT-Marge von 3,7% im GJ 2013 auf 7,6% bis 2018 aus.

Das verwendete Beta von 1,1 trägt dem Umstand Rechnung, dass die Motorentechnik einen zyklischen Geschäftszweig darstellt. Andererseits reflektiert es die relative Konjunkturreistenz der Ultraschalltechnik. So tendieren Automobilhersteller in konjunkturschwachen Zeiten dazu, die Modellvielfalt zu erhöhen. Auch der Verpackungsmarkt (v.a. Konsumgüter) ist weitestgehend unabhängig von konjunkturellen Schwankungen.

Die risikolose Rendite wird auf Basis langfristiger, festverzinslicher Wertpapiere mit 2,5% angenommen. Für die Marktrendite werden 9,0% unterstellt, was insgesamt zu einer Risikoprämie von 6,5% führt. Unter Annahme einer langfristigen Fremdkapitalquote von 30% ergibt sich ein WACC von 8,2%.

Für die MS Industrie AG ermittelt sich somit aus dem DCF-Modell ein fairer Wert von 4,80 Euro.

## DCF Modell

Angaben in Mio.Euro	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	Terminal Value
<b>Umsatz</b>	<b>207,0</b>	<b>222,7</b>	<b>246,4</b>	<b>271,8</b>	<b>299,7</b>	<b>327,9</b>	<b>355,6</b>	<b>362,7</b>
<i>Veränderung</i>	15,1%	7,6%	10,6%	10,3%	10,3%	9,4%	8,5%	2,0%
<b>EBIT</b>	<b>10,6</b>	<b>12,2</b>	<b>16,7</b>	<b>20,5</b>	<b>22,6</b>	<b>24,8</b>	<b>26,9</b>	<b>27,4</b>
<i>EBIT-Marge</i>	5,1%	5,5%	6,8%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
<b>NOPAT</b>	<b>7,4</b>	<b>8,6</b>	<b>11,7</b>	<b>14,4</b>	<b>15,8</b>	<b>17,3</b>	<b>18,8</b>	<b>19,2</b>
<b>Abschreibungen</b>	<b>10,4</b>	<b>10,5</b>	<b>9,2</b>	<b>8,7</b>	<b>8,4</b>	<b>8,9</b>	<b>9,2</b>	<b>8,3</b>
<i>in % vom Umsatz</i>	5,0%	4,7%	3,7%	3,2%	2,8%	2,7%	2,6%	2,3%
<b>Liquiditätsveränderung</b>								
- Working Capital	-4,6	-7,3	-4,2	-2,0	-3,9	-5,6	-5,4	-1,1
- Investitionen	-6,4	-6,8	-6,6	-6,4	-7,8	-8,5	-9,2	-9,1
<i>Investitionsquote</i>	3,1%	3,1%	2,7%	2,4%	2,6%	2,6%	2,6%	2,5%
<b>Übriges</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Free Cash Flow (WACC-Modell)</b>	<b>5,2</b>	<b>4,0</b>	<b>9,0</b>	<b>14,7</b>	<b>12,5</b>	<b>12,1</b>	<b>13,4</b>	<b>17,3</b>
<b>WACC</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,2%</b>
Present Value	5,2	3,7	7,7	11,6	9,2	8,2	8,4	161,2
<b>Kumuliert</b>	<b>5,2</b>	<b>8,9</b>	<b>16,7</b>	<b>28,3</b>	<b>37,5</b>	<b>45,7</b>	<b>54,1</b>	<b>215,3</b>

## Wertermittlung (Mio. Euro)

Total present value (Tpv)	215,3
Terminal Value	161,2
Anteil vom Tpv-Wert	75%
Verbindlichkeiten	77,4
Liquide Mittel	3,6
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>141,5</b>

Aktienzahl (Mio.)	29,51
<b>Wert je Aktie (Euro)</b>	<b>4,80</b>
<b>+Upside / -Downside</b>	<b>29%</b>
<b>Aktienkurs (Euro)</b>	<b>3,72</b>

Modellparameter	
Fremdkapitalquote	30,0%
Fremdkapitalzins	7,0%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%

Beta	1,10
WACC	8,2%
ewiges Wachstum	2,0%

Quelle: Montega

## Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2014-2017	9,5%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2014-2019	9,6%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2021	2,0%
EBIT-Marge	2014-2017	6,2%
EBIT-Marge	2014-2019	6,7%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2021	7,6%

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)		ewiges Wachstum				
WACC		1,25%	1,75%	<b>2,00%</b>	2,25%	2,75%
8,73%		3,71	4,03	4,20	4,39	4,82
8,48%		3,95	4,30	4,49	4,70	5,17
<b>8,23%</b>		4,21	4,59	<b>4,80</b>	5,02	5,54
7,98%		4,49	4,90	5,13	5,38	5,96
7,73%		4,78	5,24	5,49	5,77	6,42

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)		EBIT-Marge ab 2021e				
WACC		7,05%	7,30%	<b>7,55%</b>	7,80%	8,05%
8,73%		3,85	4,02	4,20	4,38	4,56
8,48%		4,11	4,30	4,49	4,68	4,87
<b>8,23%</b>		4,40	4,60	<b>4,80</b>	5,00	5,20
7,98%		4,71	4,92	5,13	5,34	5,55
7,73%		5,05	5,27	5,49	5,72	5,94

## **UNTERNEHMENSHINTERGRUND**

Die 1991 ursprünglich als „Gesellschaft für Consulting & Implementierung“ (GCI) gegründete MS Industrie AG mit Sitz in München ist eine Management- und Investmentgesellschaft, die hauptsächlich im Bereich der Antriebs- und Ultraschalltechnik tätig ist.

Das Unternehmen betreibt zwei Produktionsstandorte in Deutschland und einen weiteren in den USA, die neben der EU zu den wichtigsten Absatzmärkten von MS Industrie zählen.

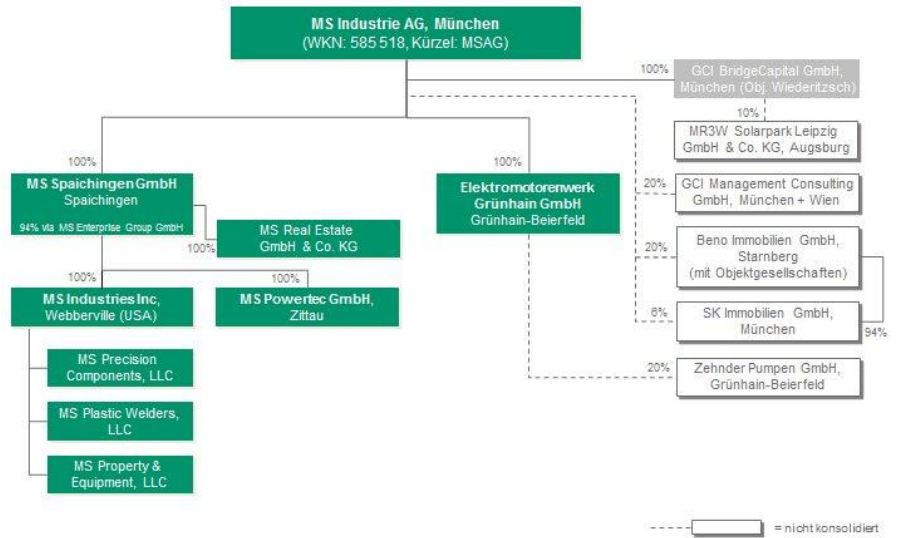
Wichtigster Umsatztreiber des Unternehmens ist der Daimler Weltmotor NEG Blue Efficiency Power OM 47X, für den MS Industrie exklusiv den Ventiltrieb fertigt. Das Unternehmen wurde mehrfach ausgezeichnet, darunter vier Jahre in Folge die Auszeichnung als eines der 100 innovativsten KMU Deutschlands. Im Jahr 2013 hat MS Industrie mit 900 Mitarbeitern einen Umsatz in Höhe von ca. 180 Mio. Euro erzielt.

Wichtige Meilensteine in der Unternehmenshistorie sind im Folgenden kurz dargestellt:

- 1991** Gründung der GCI Gesellschaft für Consulting und Implementierung mbH
- 1998** Umbenennung in die GCI Management GmbH
- 2001** Börsengang
- 2005** MS Spaichingen wird Single-Source-Supplier für den Ventiltrieb der Daimler Motorengeneration NEG Blue Efficiency Power OM 47X für schwere Nutzfahrzeuge
- 2007** Übernahme des Elektromotorenwerk Grünhain im Zuge einer Nachfolgeregelung
- 2008** Übernahme der Maschinenfabrik Spaichingen GmbH
- 2010** Umbenennung in GCI Industrie AG und Fokussierung auf Beteiligungen von Produktionsunternehmen
- 2012** Umbenennung in die MS Industrie AG und Fokussierung auf die Bereiche Antriebs- und Ultraschalltechnik

**Segmentbetrachtung**

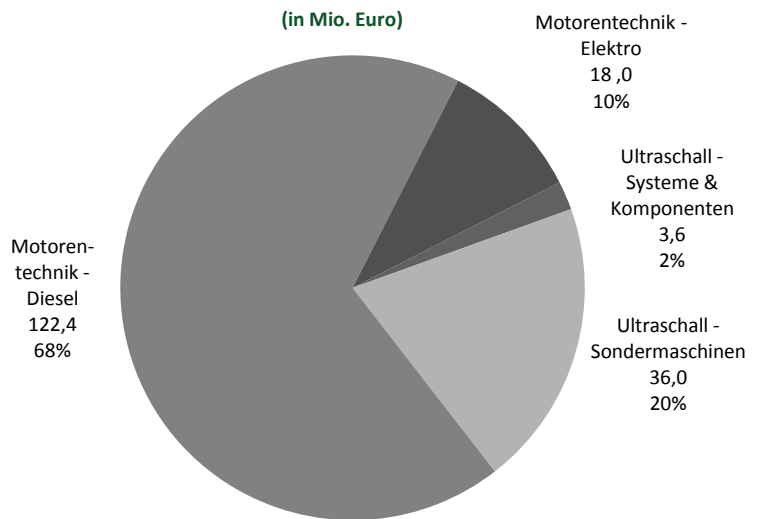
Die MS Industrie AG ist eine auf Industriebeteiligungen spezialisierte Holdinggesellschaft. Die folgende Grafik gibt einen Überblick über die rechtliche Struktur des Unternehmens sowie deren Beteiligungsportfolio.



Quelle: MS Industrie AG

Die Geschäftstätigkeit des Unternehmens gliedert sich schwerpunktmäßig in die Bereiche Antriebstechnik und Ultraschalltechnik. Der Bereich Antriebstechnik gliedert sich wiederum in die Segmente Motorentechnik - Diesel und Motorentechnik - Elektro. Der Bereich Ultraschalltechnik unterteilt sich in die Segmente Ultraschall - Systeme und Komponenten sowie Ultraschall - Sondermaschinen. Neben den Industriebeteiligungen weist MS Industrie nach IFRS außerdem die Segmente Immobilienbeteiligungen und Managementberatung auf, die jedoch eine untergeordnete Rolle spielen (<2% d. Umsatzes) und nicht der operativen Geschäftstätigkeit zugeordnet werden können.

**Umsatz nach Geschäftsbereichen 2013**  
(in Mio. Euro)



Quelle: MS Industrie AG

**Motorentechnik - Diesel:** Innerhalb der Dieselmotorentechnik werden Baugruppen und Systeme für moderne Dieselmotoren entwickelt, konstruiert und gefertigt. Schwerpunkt ist die Bearbeitung und Montage von kompletten Ventiltrieben und Motorbremssystemen zum Einsatz in Nutzfahrzeugen und sogenannten Off-Road-Motoren. Erwähnenswert ist die Rolle von MS Industrie als Single-Source-Supplier für den Ventiltrieb von Daimlers OM 47X, besser bekannt unter dem Begriff Weltmotor. Die Systeme werden an verschiedene Kunden geliefert, neben Daimler z.B. an MTU und MAN. Desweiteren erfolgt in der Dieselmotorentechnik die Bearbeitung und Montage von Alu-Gehäusen, Kipphebeln, Ventilbrücken und Achsen. MS Industries Know-how und Expertise erlauben es dem Unternehmen, in verschiedenen Bearbeitungsverfahren eine Fertigungsgenauigkeit von über 0,02mm zu erzielen.

Auch im Komponentengeschäft verfügt MS Industrie über langjährige Geschäftsbeziehungen mit seinen Kunden, zu denen unter anderem Liebherr und MAN zählen. In der Regel ist MS Industrie auch in diesem Bereich als Single-Source-Lieferant tätig. Der Geschäftszweig Motorentechnik - Diesel ist mit einem Umsatz von ca. 122 Mio. Euro im Jahr 2013 für 68% des Gesamtumsatzes verantwortlich und damit der eindeutig umsatzstärkste Bereich.

**Motorentechnik - Elektro:** In diesem Segment werden neben kundenspezifischen Motoren u.a. Flachbaumotoren, offene Gerätemotoren, Einbaumotoren, Topfmotoren oder integrierte Motorsteuerungen gefertigt. Der Leistungsbereich der Motoren liegt bei 0,06 – 7,5 kW. Dabei profitiert MS Industrie von einer hohen Wertschöpfungstiefe und einer breit gestreuten Kunden- und Branchenbasis. Die in diesem Geschäftsbereich aktive Elektromotorenwerk Grünhain GmbH verfügt außerdem über eine eigene Aluminiumdruckgießerei für den Eigen- und Fremdbedarf. Diese wird vor allem für die Automobilindustrie genutzt. Der Umsatz des Segmentes betrug im Jahr 2013 ca. 18 Mio. Euro und machte damit knapp 10 % des Gesamtumsatzes aus.

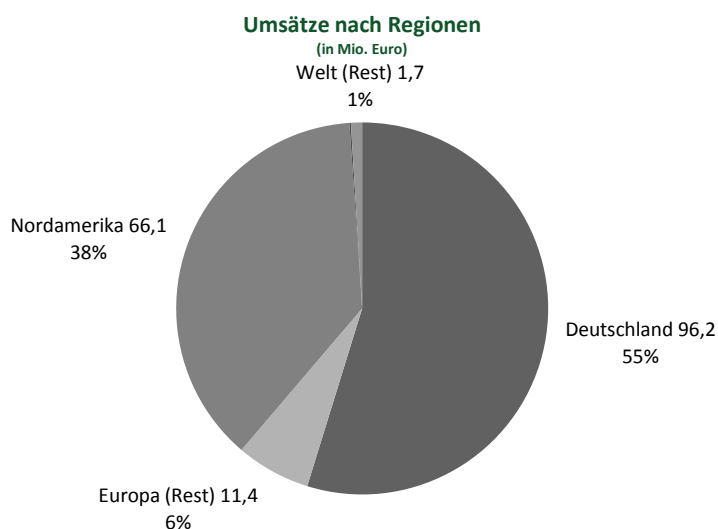
**Ultraschall - Sondermaschinen:** Der Bereich Sondermaschinen produziert Maschinen speziell für den Automobilbereich. Diese kommen bei sämtlichen Arbeiten im Autoinneren zum Einsatz, bei denen Kunststoffe dauerhaft verbunden werden sollen (Schweißen). Unter anderem werden die Sondermaschinen von MS Industrie für Kfz-Teile wie z.B. Stoßfänger, Instrumententafeln, Tür- und Kofferraumverkleidungen, Mittelkonsolen, Radhausverkleidungen und Spoiler verwendet. Da die Nachfrage nach Sondermaschinen für den Automobilbereich durch neue Modelltypen und Facelifts bestimmt wird und nicht durch absolute PKW-Absatzzahlen, stellen die Sondermaschinen einen relativ stabilen Geschäftszweig dar, der von konjunkturellen Schwankungen nahezu unbeeinflusst ist. Der Vertrieb erfolgt in mehreren Ländern, darunter Deutschland, Großbritannien, USA, Brasilien, China und Korea. Das Segment erzielte im Jahr 2013 einen Umsatz von 36 Mio. Euro und war somit für 20% des Konzernumsatzes verantwortlich.

**Ultraschall - Systeme & Komponenten:** Schwerpunkt dieses Segmentes sind innovative Ultraschallschweißsysteme und -komponenten zum variablen Einsatz bzw. Einbau in alte und neue Anlagen. Eingesetzt werden die Systeme und Komponenten für das Bearbeiten und Schweißen von Folien, Papier, Kunststoffen, Vliesen, Geweben und Filtermaterialien. Mit einem Umsatz von rund 3 Mio. Euro im Jahr 2013 hat das Segment einen Umsatzanteil von etwa 2% am Gesamtumsatz.

**Immobilien und Unternehmensberatung:** Neben den Industriebeteiligungen ist MS Industrie außerdem in der Managementberatung und Immobilienverwaltung tätig. In diesem Zusammenhang sind die Beno Immobilien GmbH und die GCI Management Consulting GmbH als wichtigste Beteiligungen zu nennen, an denen MS Industrie einen Minderheitenanteil von jeweils rund 20% hält. Die Beno Immobilien GmbH konzentriert sich auf den Erwerb, die Finanzierung und die Verwaltung von gewerblichen Immobilienobjekten mit Fokus auf den deutschsprachigen Raum. Außerdem hält und verwaltet die Gesellschaft die Immobilie der Elektromotorenwerk Grünhain GmbH. GCI Management agiert seit Gründung der Gesellschaft im Jahr 1991 branchenübergreifend als Unternehmensberatung für den Mittelstand.

### Märkte und Umsatz

Der bei weitem wichtigste Absatzmarkt für die Produkte der MS Industrie AG ist Deutschland. Im Geschäftsjahr 2013 erzielte das Unternehmen auf dem Heimatmarkt rund 55% seines Umsatzes. Auf die übrigen europäischen Länder entfiel ein Anteil von 6,3%. Die zweitwichtigste geografische Region ist Nordamerika (USA u. Kanada) mit einem relativen Anteil von 36,8%.



### Produkte

Sowohl in der Motoren- als auch der Ultraschweißtechnik verfügt die MS Industrie AG über ein breites Produktportfolio. Besonderer Umsatztreiber ist der NEG Blue Efficiency Power OM 47X von Daimler, der als Daimler-Weltmotor bekannt ist. Für diesen Motor liefert MS Industrie als Single-Source-Supplier den Ventiltrieb. Die entsprechende Partnerschaft zwischen Daimler und MS Industrie wurde schon im Jahr 2005 geschlossen. Allein im Jahr 2013 ist die Anzahl der Motoren auf über 92 Tausend gestiegen. Für das abgelaufene Geschäftsjahr 2014 wird mit einer Stückzahl von etwa 140 Tausend Motoren gerechnet.



Quelle: MS Industrie AG

Im Jahr 2012 wurde das Ultraschalltrennschweißmodul MS SoniPAC CuS 4000 i als Innovation des Jahres ausgezeichnet. Das Modul ermöglicht es erstmals, die Prozessschritte Verschweißen und Trennen einzelner Packungen ohne Opferfolie in einem Prozessschritt zusammenzufassen. Die damit einhergehenden Einsparungen führen nach den typischerweise kurzen Payback-Perioden (6-12 Monate) zu signifikanten



Kosteneinsparungen sowie einer Output-Steigerung. Durch den hohen Wirkungsgrad und den gleichzeitig geringen Energieverlust bietet das Modul wesentliche Vorteile gegenüber dem thermischen Schweißen. Dadurch besteht Potential, entsprechende Marktanteile abzunehmen.

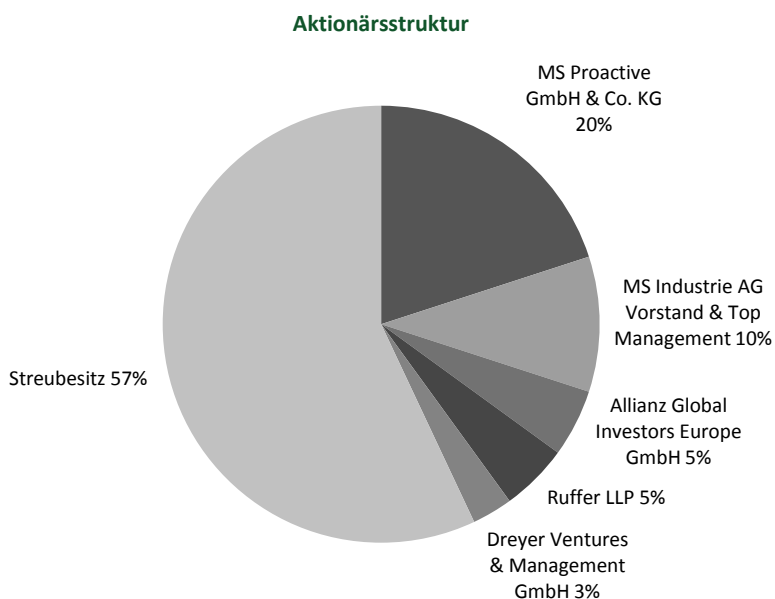
### Erfahrenes Management

**Dr. Andreas Aufschnaiter** ist seit Gründung der ursprünglichen GCI im Jahr 1991 für die Gesellschaft tätig. Nach seinem Studium der Betriebswirtschaftslehre in Innsbruck und Venedig war Herr Aufschnaiter als Berater bei Arthur Andersen in Wien beschäftigt. Seit 2000 ist er Vorstand der MS Industrie AG. Herr Aufschnaiter ist als Sprecher des Vorstands insbesondere für sämtliche übergeordnete kaufmännische Belange, die strategische Finanzierung und Strukturierung der Gruppe sowie die externe Kommunikation zuständig.

**Armin Distel** ist Diplom-Ingenieur (FH) der Fachrichtung Feinwerktechnik. Herr Distel ist seit Abschluss seines Studiums im Jahr 1990 bei der MS Spaichingen GmbH tätig. Seit 2006 ist er Geschäftsführer der MS Spaichingen und seit Anfang 2013 Vorstand der MS Industrie AG. Herr Distel ist zuständig für die strategische Weiterentwicklung der Geschäftsfelder Antriebs- und Ultraschalltechnik sowie für die synergetische Koordination der Produktionsstandorte der Gruppe in Deutschland und in den USA.

### Aktionärsstruktur

Das Grundkapital der MS Industrie AG unterteilt sich in 30.000.000 nennwertlose Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von EUR 1,00 je Aktie. Größter Anteilseigner ist die MS Proactive GmbH & Co. KG mit einem Anteil in Höhe von 20%. Der Vorstand im Besitz eines Anteils von insgesamt 10%. Die Allianz Global Investors Europe GmbH und die Ruffer LLP besitzen jeweils einen Anteil von etwas über 5%. Darauf folgt die Dreyer Ventures & Management GmbH mit einem Anteil von 3%. Die übrigen 57% der Anteile befinden sich im Streubesitz. Im Oktober 2014 kündigte das Unternehmen an, bis zu 200.000 weitere Aktien zurückzukaufen zu wollen (rund 0,67% des derzeitigen Grundkapitals), womit sich die vom Unternehmen gehaltenen Aktien auf etwa 1,1% belaufen würden.



Quelle: MS Industrie AG

## ANHANG

G&V (in Mio. Euro) MS Industrie AG	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Umsatz</b>	<b>174,8</b>	<b>179,8</b>	<b>207,0</b>	<b>222,7</b>	<b>246,4</b>
Bestandsveränderungen	-0,6	2,3	2,4	2,5	2,5
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>174,3</b>	<b>182,1</b>	<b>209,4</b>	<b>225,2</b>	<b>248,9</b>
Materialaufwand	100,7	98,9	114,5	123,6	137,0
<b>Rohhertrag</b>	<b>73,6</b>	<b>83,2</b>	<b>94,9</b>	<b>101,6</b>	<b>111,9</b>
Personalaufwendungen	38,0	42,1	46,0	48,7	52,2
Sonstige betriebliche Aufwendungen	25,8	28,3	32,5	34,9	38,5
Sonstige betriebliche Erträge	6,4	4,5	4,6	4,7	4,7
<b>EBITDA</b>	<b>16,3</b>	<b>17,3</b>	<b>21,0</b>	<b>22,7</b>	<b>25,8</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	7,9	8,1	8,1	8,4	7,3
<b>EBITA</b>	<b>8,4</b>	<b>9,2</b>	<b>12,9</b>	<b>14,3</b>	<b>18,5</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,3	2,5	2,3	2,1	1,8
<b>EBIT</b>	<b>6,0</b>	<b>6,7</b>	<b>10,6</b>	<b>12,2</b>	<b>16,7</b>
Finanzergebnis	-5,3	-4,3	-4,3	-4,0	-3,2
<b>EBT</b>	<b>0,7</b>	<b>2,4</b>	<b>6,8</b>	<b>8,2</b>	<b>13,5</b>
EE-Steuern	-1,3	0,2	2,0	2,5	4,0
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	2,1	2,3	4,8	5,8	9,4
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>4,8</b>	<b>5,8</b>	<b>9,4</b>
Anteile Dritter	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>4,8</b>	<b>5,8</b>	<b>9,4</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

G&V (in % vom Umsatz) MS Industrie AG	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Bestandsveränderungen	-0,32%	1,28%	1,16%	1,12%	0,99%
Aktivierete Eigenleistungen	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>99,7%</b>	<b>101,3%</b>	<b>101,2%</b>	<b>101,1%</b>	<b>101,0%</b>
Materialaufwand	57,6%	55,0%	55,3%	55,5%	55,6%
<b>Rohhertrag</b>	<b>42,1%</b>	<b>46,3%</b>	<b>45,9%</b>	<b>45,6%</b>	<b>45,4%</b>
Personalaufwendungen	21,7%	23,4%	22,2%	21,9%	21,2%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	14,8%	15,7%	15,7%	15,7%	15,6%
Sonstige betriebliche Erträge	3,7%	2,5%	2,2%	2,1%	1,9%
<b>EBITDA</b>	<b>9,3%</b>	<b>9,6%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,5%</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	4,5%	4,5%	3,9%	3,8%	3,0%
<b>EBITA</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,1%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,4%</b>	<b>7,5%</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,3%	1,4%	1,1%	0,9%	0,7%
<b>EBIT</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,7%</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,5%</b>	<b>6,8%</b>
Finanzergebnis	-3,0%	-2,4%	-2,1%	-1,8%	-1,3%
<b>EBT</b>	<b>0,4%</b>	<b>1,4%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,7%</b>	<b>5,5%</b>
EE-Steuern	-0,8%	0,1%	1,0%	1,1%	1,6%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	1,2%	1,3%	2,3%	2,6%	3,8%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,3%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,8%</b>
Anteile Dritter	0,0%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,1%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,8%</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in Mio. Euro) MS Industrie AG	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>AKTIVA</b>					
Immaterielle Vermögensgegenstände	7,7	6,2	5,3	5,0	4,8
Sachanlagen	63,1	61,8	58,7	55,3	42,9
Finanzanlagen	11,6	20,2	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>86,1</b>	<b>88,1</b>	<b>64,0</b>	<b>60,3</b>	<b>47,7</b>
Vorräte	23,7	28,4	32,5	36,5	39,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	22,7	23,1	28,5	33,0	36,0
Liquide Mittel	10,5	3,6	12,0	11,1	3,3
Sonstige Vermögensgegenstände	10,4	12,2	8,4	9,0	9,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>67,3</b>	<b>67,4</b>	<b>81,4</b>	<b>89,7</b>	<b>87,3</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>153,3</b>	<b>155,5</b>	<b>145,4</b>	<b>149,9</b>	<b>135,1</b>
<b>PASSIVA</b>					
<b>Eigenkapital</b>	<b>39,8</b>	<b>41,1</b>	<b>43,1</b>	<b>49,3</b>	<b>58,9</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>1,3</b>	<b>0,9</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Rückstellungen	1,9	5,0	3,4	2,4	1,4
Zinstragende Verbindlichkeiten	74,4	72,9	58,5	56,5	31,9
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	10,3	10,6	15,5	16,7	18,0
Sonstige Verbindlichkeiten	25,7	25,0	25,0	25,0	25,0
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>112,2</b>	<b>113,5</b>	<b>102,4</b>	<b>100,6</b>	<b>76,3</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>153,3</b>	<b>155,5</b>	<b>145,4</b>	<b>149,9</b>	<b>135,1</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in % der Bilanzsumme) MS Industrie AG	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>AKTIVA</b>					
Immaterielle Vermögensgegenstände	5,0%	4,0%	3,6%	3,3%	3,5%
Sachanlagen	41,2%	39,7%	40,3%	36,9%	31,8%
Finanzanlagen	7,6%	13,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Anlagevermögen</b>	<b>56,1%</b>	<b>56,7%</b>	<b>44,0%</b>	<b>40,2%</b>	<b>35,3%</b>
Vorräte	15,5%	18,3%	22,4%	24,3%	28,9%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	14,8%	14,9%	19,6%	22,0%	26,6%
Liquide Mittel	6,8%	2,3%	8,2%	7,4%	2,5%
Sonstige Vermögensgegenstände	6,8%	7,9%	5,8%	6,0%	6,7%
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>43,9%</b>	<b>43,3%</b>	<b>56,0%</b>	<b>59,8%</b>	<b>64,7%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>PASSIVA</b>					
<b>Eigenkapital</b>	<b>26,0%</b>	<b>26,4%</b>	<b>29,6%</b>	<b>32,9%</b>	<b>43,6%</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,8%</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
Rückstellungen	1,2%	3,2%	2,3%	1,6%	1,0%
Zinstragende Verbindlichkeiten	48,5%	46,9%	40,2%	37,7%	23,6%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	16,7%	16,1%	17,2%	16,7%	18,5%
Sonstige Verbindlichkeiten	73,2%	73,0%	70,4%	67,1%	56,5%
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>73,2%</b>	<b>73,0%</b>	<b>70,4%</b>	<b>67,1%</b>	<b>56,5%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

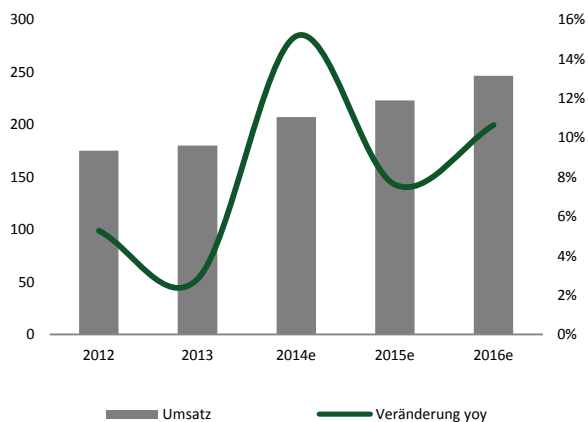
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) MS Industrie AG	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	2,1	2,3	4,8	5,8	9,4
Abschreibung Anlagevermögen	7,9	8,1	8,1	8,4	7,3
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,3	2,5	2,3	2,1	1,8
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	1,5	-1,6	-1,0	-1,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-1,5	-1,5	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>10,8</b>	<b>12,9</b>	<b>13,6</b>	<b>15,3</b>	<b>17,6</b>
Veränderung Working Capital	-3,3	-4,6	-4,6	-7,3	-4,2
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>7,6</b>	<b>8,2</b>	<b>9,0</b>	<b>8,0</b>	<b>13,4</b>
CAPEX	-17,2	-7,5	-6,4	-6,8	-6,6
Sonstiges	1,3	-3,7	20,2	0,0	10,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-15,9</b>	<b>-11,3</b>	<b>13,7</b>	<b>-6,8</b>	<b>3,4</b>
Dividendenzahlung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	-14,4	-2,0	-24,6
Sonstiges	20,7	-3,4	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>20,7</b>	<b>-3,4</b>	<b>-14,4</b>	<b>-2,0</b>	<b>-24,6</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	-0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Veränderung liquide Mittel</b>	<b>12,3</b>	<b>-6,4</b>	<b>8,3</b>	<b>-0,8</b>	<b>-7,8</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>9,9</b>	<b>3,9</b>	<b>12,0</b>	<b>11,1</b>	<b>3,3</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

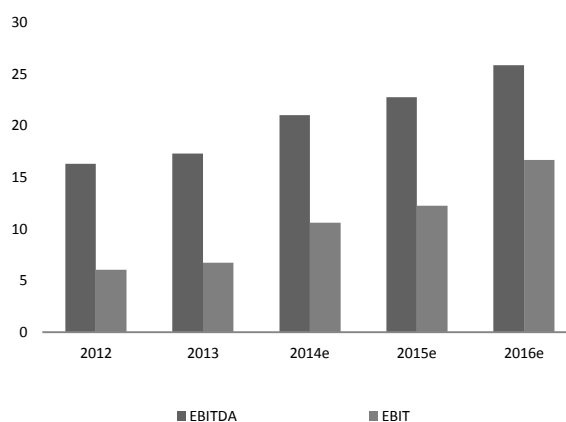
Kennzahlen MS Industrie AG	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Ertragsmargen</b>					
Bruttomarge (%)	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohermargen (%)	42,1%	46,3%	45,9%	45,6%	45,4%
EBITDA-Marge (%)	9,3%	9,6%	10,1%	10,2%	10,5%
EBIT-Marge (%)	3,4%	3,7%	5,1%	5,5%	6,8%
EBT-Marge (%)	0,4%	1,4%	3,3%	3,7%	5,5%
Netto-Umsatzrendite (%)	1,2%	1,3%	2,3%	2,6%	3,8%
<b>Kapitalverzinsung</b>					
ROCE (%)	5,9%	6,1%	10,3%	13,1%	18,2%
ROE (%)	5,9%	4,8%	11,3%	13,4%	19,1%
ROA (%)	1,4%	1,3%	3,3%	3,8%	7,0%
<b>Solvenz</b>					
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	63,9	72,8	48,5	46,3	28,6
Net Debt / EBITDA	3,9	4,2	2,3	2,0	1,1
Net Gearing (Net Debt/EK)	1,6	1,7	1,1	0,9	0,5
<b>Kapitalfluss</b>					
Free Cash Flow (Mio. EUR)	-9,7	0,7	2,6	1,2	6,8
Capex / Umsatz (%)	10%	6%	-7%	3%	3%
Working Capital / Umsatz (%)	21%	21%	21%	22%	22%
<b>Bewertung</b>					
EV/Umsatz	0,9	0,9	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	9,5	9,0	7,4	6,8	6,0
EV/EBIT	25,7	23,0	14,6	12,7	9,3
EV/FCF	-	222,2	60,7	133,8	22,8
KGV	53,1	53,1	23,3	18,6	11,6
P/B	2,8	2,7	2,5	2,2	1,9
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,6%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

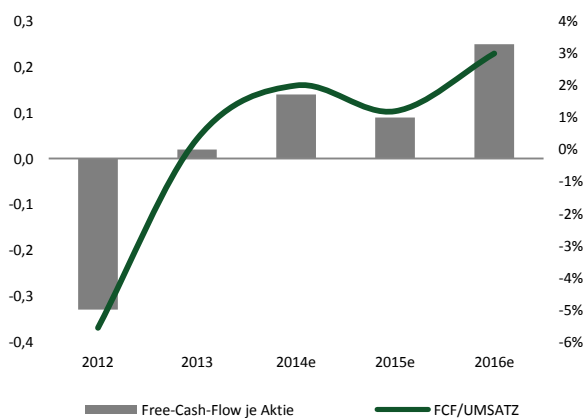
Umsatzentwicklung



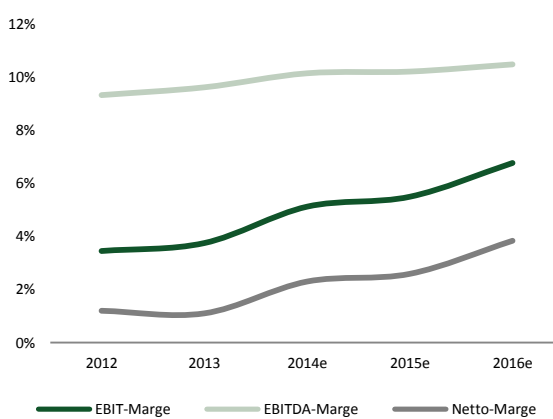
Ergebnisentwicklung



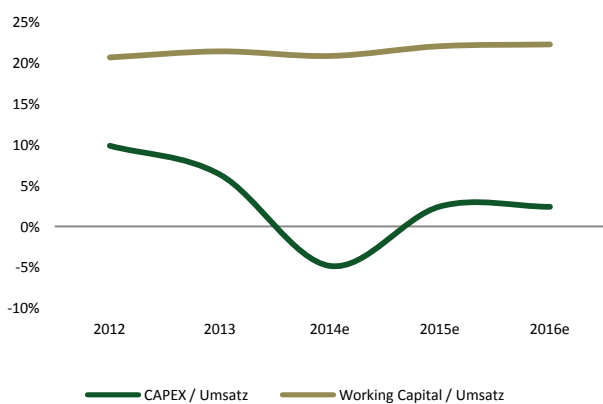
Free-Cash-Flow Entwicklung



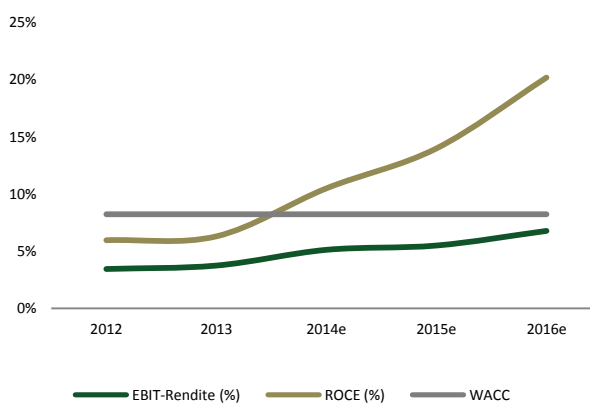
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



Ebit-Rendite / ROCE



## DISCLAIMER

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind.

Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten.

Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechtigte Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weiter-geleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

### **Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über mögliche Interessenkonflikte (Stand: 09.02.2015):**

Montega AG hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

### **Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über zusätzliche Angaben (Stand: 09.02.2015):**

Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

### **Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile:**

Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der Montega AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Group-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

### **Bedeutung des Anlageurteils:**

- Kaufen:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG steigt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.
- Halten:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG bleibt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate stabil, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.
- Verkaufen:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG fällt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

### **Zuständige Aufsichtsbehörde:**

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Marie-Curie-Straße 24-28

60439 Frankfurt

---

**Kurs- und Empfehlungs-Historie**

---

<b>Empfehlung</b>	<b>Datum</b>	<b>Kurs</b>	<b>Kursziel</b>	<b>Potenzial</b>
Kaufen (Ersteinschätzung)	09.02.2015	3,72	4,80	+29%

---