

MS Industrie

Die Aktie für den zweiten Blick

Offenbar hat die Börse die MS Industrie AG immer noch in die Schublade Beteiligungsgesellschaft eingeordnet – verbunden mit entsprechenden Bewertungsabschlägen, die aus unserer Sicht überzogen hoch ausfallen. Sobald die Börse anfängt, das Unternehmen als Industrie-Holding einzuschätzen, dürfte es zu einer Neubewertung der Aktie kommen.

Gute Halbjahreszahlen und eine positive Resonanz der Teilnehmer einer Investorenrunde, die die BHF Bank organisierte, veranlassten uns, nach unserem Bericht in NJ 7/12 die MS Industrie AG erneut zu beleuchten und dem Unternehmen eine Titelgeschichte zu widmen. Nachdem die guten Zahlen zu erwarten waren und daher an der Börse wohl nicht überraschten, ist es aus unserer Sicht bemerkenswert, dass sich nun offenkundig auch institutionelle Anleger für die Gesellschaft interessieren. Wie wir hören, verlief die Investorenrunde durchaus zur Zufriedenheit von Profianlegern und Unternehmen, so dass ein grundsätzlich steigendes Interesse an der MS-Aktie zu unterstellen ist.

Auf den zweiten Blick kommt es an

Eine Einschätzung aus dem Wertpapierhandel für Kunden der BHF Bank spiegelt unseres Erachtens gut die bisher abwartende Haltung zur MS Gruppe wider: „Auf den ersten Blick erscheint die Aktie der MS Industrie AG mit einem Enterprise Value/EBIT (EV/EBIT) von rund 11 für 2012e und einer Nettoverschuldung, die dem 3.5fachen des EBITDA entspricht, viel zu teuer und nicht der Mühe wert, genauer betrachtet zu werden. Aber nur auf den ersten Blick! Die Gesellschaft

befindet sich seit nunmehr zwei Jahren in einem grundlegenden Transformationsprozess, der bis Ende 2012 vollständig abgeschlossen sein sollte. Ab 2013 fokussiert sich die MS Industrie AG ausschließlich auf ihre Kerngeschäfte: Antriebstechnik und Spezialmaschinenbau sowie ausgesuchte Engagements im industriellen Immobiliensektor. In dem neuen Geschäftsmodell dient die Maschinenfabrik Spaichingen als zentrales, wachstumsstarkes Asset mit einem nachhaltig gefragten Produkt, das über extremes Wachstumspotenzial verfügt. Der Wechsel des Geschäftsmodells führt zudem zu einer deutlichen Senkung der Nettoverschuldung, zum einen durch eine starke Umsatz- und Gewinnausweitung, einer besseren Planbarkeit der Kosten sowie einem effektiveren Working Capital-Management in den kommenden Jahren und zum anderen durch den Verkauf nicht zum Kerngeschäft gehörender Beteiligungen.“

Attraktiver Mehrfach-Hebel

Damit ist eigentlich alles gesagt. Es heißt letztlich nichts anderes, als dass Anleger mit Weitblick und mindestens 24 Monaten Geduld heute in ein Unternehmen einsteigen, das bis 2015 so gut wie planbar den Umsatz in Richtung € 250 Mio. ausweiten wird. Zugleich sollen ab 2013 Investitionen, Abschreibungen, Zinsen und Steuern sinken. Ein Beispiel: Die Investitionen, vor allem für die neue Produktionsstätte in Zittau, erreichen nach Plan im Jahr 2012 ihren Höhepunkt bei etwa € 12 Mio. und sinken dann ab 2013 deutlich unter € 10 Mio. Gleiches gilt für die Abschreibungen. Allein die Abschreibungen aus Kaufpreisallokationen wer-

den nach den Zielvorgaben von € 3.8 Mio. p. a. im Jahr 2011 auf nur noch € 0.5 Mio. p. a. im Jahr 2016 fallen, wie der Präsentation zur Frankfurter Investorenrunde zu entnehmen ist. Auch die Zinslast wird sich deutlich reduzieren. Wie im Halbjahresbericht auf S. 9 zu lesen ist, hat MS die Hälfte (€ 5 Mio.) einer teuren Mezzanine-Finanzierung im August 2012 zurückgezahlt, die andere Hälfte soll im Dezember 2012 getilgt werden. Da nun auch der Solarpark Haunsfeld II verkauft werden konnte – allerdings muss der Aufsichtsrat des Käufers der Transaktion noch zustimmen – entfallen weitere € 4.6 Mio. Verbindlichkeiten, ein positives Votum vorausgesetzt. In der Folge würden die Finanzschulden von € 54 auf unter 40 Mio. abschmelzen und ab 2013 zu einer signifikant niedrigeren Zinslast führen. Darüber hinaus verfügte die MS Industrie AG zum 31.12.2011 über € 11.5 Mio. an körperschaftsteuerlichen und € 11 Mio. an gewerbesteuerlichen Verlustvorträgen, von denen zum 31.12.2008 € 9.2 Mio. KöSt und € 8.8 Mio. GewSt. verbindlich festgestellt sind. Das heißt, es bleibt netto mehr hängen.

2013 sollte neues Basisjahr werden

Nach dem Motto von Vorstand Dr. Andreas Aufschnaiter („Mehr Umsatz bei sinkenden Investitionen, Zinsen, Abschreibungen und Steuern ergibt höheren Gewinn“), haben wir unsere eigene Zahlenreihe für den Zeitraum 2013 bis 2015 aufgestellt, wobei 2013 als neues Basisjahr anzusehen ist, da die Zeit der Sondereffekte dann vorbei sein sollte. Ob dies so ist, lässt sich erstmals mit dem H1-Bericht 2013 überprüfen. Auf jeden Fall wird der Umsatz im Jahr 2013 die Schwelle

MS Industrie AG, München

Telefon: 089/20500-900

Internet: www.ms-industrie.ag

ISIN DE0005855183,

29.5 Mio. Stückaktien, AK € 29.5 Mio.

Aktionäre: MS Pro Active Bet. GmbH & Co. KG 20.3 %, C. Dreyer (AR) 10.01 %, Dr. A. Aufschnaiter 6.26 % (Vorstand), MM Vermögensverw. GmbH & Co. KG (Fam. Maschmeyer) 5.68 %, Dr. A. Wahl 3.26 % (Vorstand), eigene Aktien 0.03 %, Streubesitz 54.46 %

Kennzahlen	H1 2012	H1 2011
Umsatz	86.9 Mio.	65.4 Mio.
EBIT	3.2 Mio.	1.8 Mio.
Periodenergebnis	1.8 Mio.	0.6 Mio.
Ergebnis je Aktie	0.06	0.02
EK-Quote	23.2 %	24.4 %

Kurs am 23.08.2012:

€ 1.52 (Xetra), 1.92 H / 1.11 T

KGV 2012e 10, KBV 1.23 (6/12)

Börsenwert: € 44.8 Mio.



Wir erwarten eher eine stetige, leicht aufwärts gerichtete Kursentwicklung als einen schnellen Anstieg.

FAZIT: Die MS Industrie AG steht in puncto Konzernumbau auf der Zielgeraden. Die verbliebenen drei Beteiligungen sollen bis Ende 2012 verkauft sein. Somit kommen die München ihrer Zielstruktur immer näher und lassen die unrühmliche Vergangenheit unter dem Namen GCI hinter sich. Die Börse honorierte diese Perspektiven zwar schon mit leicht steigenden Kursen, doch die Bewertung scheint uns jedoch noch längst nicht ausgereizt zu sein. Sollte unsere Hochrechnung zutreffen, entsteht bis 2015 eine Industrie-Holding mit € 250 Mio. Umsatz sowie einem Jahresüberschuss von mehr als € 13 Mio. bzw. € 0.45 je Aktie. Börsianer mit entsprechend langem Anlagehorizont können daher an schwachen Tagen zugreifen.

CS

von € 200 Mio. überschreiten können. Bei einer EBIT-Marge von 7 % blieben somit mindestens € 14 Mio. hängen. Danach sollte der Jahresüberschuss in der Größenordnung um € 9 Mio. bzw. € 0.30 je Aktie liegen. Das heißt, das KGV 2013e liegt bei schmalen 6.1 und sollte tendenziell weiter sinken. Im Jahr 2015 – sozusagen im eingeschwungenen Zustand – erwarten wir Erlöse von € 250 Mio. sowie ein EBIT um € 20 Mio. und einen Jahresüberschuss von € 13 Mio. bzw. € 0.45 je Aktie, der ein KGV 2015e von 3.4 ergäbe. Zugegeben, das ist noch Zukunftsmusik, zeigt aber, welche Chance in diesem Investment schlummert.

Steigende Abrufzahlen wahrscheinlich

Wie die Infografik zeigt, sind diese Zahlen durchaus plausibel planbar. Das gilt selbst dann, wenn die Konjunktur ins Stottern geraten sollte. Gespeist wird diese Zuversicht durch den so genannten Daimler-Weltmotor, der international in alle Daimler-Lkw eingebaut wird. Die Maschinenfabrik ist exklusiver Lieferant einer Baugruppe für diesen Motor. Wie MS Industrie im Halbjahresbericht ausführt, liegen die Bestellungen (so genannte Abrufe) von Daimler bei der Tochter MS Spaichingen in den ersten sechs Wochen des Q3 schon wieder über den Abrufen für Q2. Dieser Trend gilt übrigens seit vielen Quartalen und lässt sich damit gut hochrechnen. Außerdem hat die Maschinenfabrik Spaichingen von MAN bereits jetzt einen Auftrag erhalten, der im Zusammenhang mit einer komplett neuen Motorengeneration steht, die ab 2016/17 in Produktion gehen soll, allerdings ist hier das Volumen nicht mit dem Daimler-Auftrag vergleichbar.

H1 2012 wie erwartet positiv

Die MS Industrie AG steigerte in H1 2012 wie erwartet ihre Erlöse kräftig. Der Umsatz kletterte um 32.8 % auf € 86.9 (65.4) Mio. Wichtigstes Zugpferd war einmal mehr die größte Tochter Maschinenfabrik Spaichingen.

Deren Umsatz legte auf € 76.7 (51.6) Mio. zu. Der Spezialist für Schweiß- und Motorentechnik stellt u. a. exklusiv das Ventiltriebssystem für den Daimler-Motor Blue Efficiency Power OM 47X her. Da die Schwaben ihr Produkt schrittweise in allen wichtigen Märkten als Basisplattform für schwere Lkw einsetzen, zählt der Auftrag unverändert zu den wichtigen Wachstumstreibern. Das EBITDA stellte sich auf € 8.1 (6.7) Mio., so dass sich die EBITDA-Marge von 9.3 % so langsam der Zielgröße von mehr als 10 % annähert. Das EBIT betrug € 3.2 (1.8) Mio. Als Periodenergebnis blieben € 1.8 (0.6) bzw. € 0.06 (0.02) je Aktie, vor allem dank eines Steuereffekts von € 2.9 Mio. aus der Aktivierung latenter Steueransprüche, hängen. Ansonsten hätten im H1-Bericht rote Zahlen gestanden.

Die Bilanz hat noch Potenzial

Die langfristigen Vermögenswerte kletterten um 14 % auf € 81 (73.5) Mio., die Relation zur Bilanzsumme von € 157.9 (142.2) Mio. veränderte sich mit 51.3 (51.7) % jedoch nur geringfügig. In dieser Position spiegeln sich u. a. die hohen Investitionen der Tochter MS Spaichingen sowie die Aktivierung latenter Steueransprüche wider. Die kurzfristigen Vermögenswerte, die um 8 % auf € 74 (68.5) Mio. zunahmen, sind auf gestiegene liquide Mittel von € 2.1 Mio. sowie höhere Forderungen im Rahmen anziehender Geschäfte zurückzuführen. Auf der Passivseite fällt der Anstieg des Fremdkapitals auf € 111.2 (96.8) Mio. auf. Hiervon sind jedoch € 5 Mio. Mezzanine-Kapital abzuziehen, die im August zurückgeführt wurden. Weitere € 5 Mio. sollen im Dezember folgen. Und wenn nach dem Verkauf des Solarparks Haunsfeld II weitere € 4.6 Mio. Verbindlichkeiten entfallen, dürfte die Position Fremdkapital am Jahresende 2012 unter € 100 Mio. liegen. Da das Eigenkapital von € 36.6 (35.4) Mio. tendenziell weiter zulegen dürfte und der Verkauf zugleich eine



Arbeitet im Daimler-Motor ähnlich virtuos wie ein Pianist auf der Klaviatur: Der von der Maschinenfabrik Spaichingen gefertigte Ventiltrieb.

Kürzung der Bilanzsumme um € 6 Mio. auf etwa € 150 Mio. mit sich bringt, müsste die EK-Quote per 31.12.2012 in der Größenordnung von 25 % liegen – Tendenz weiter steigend. An der Bilanz muss MS Industrie aber noch arbeiten, Eigenkapitalmaßnahmen sollten daher ins Auge gefasst werden.

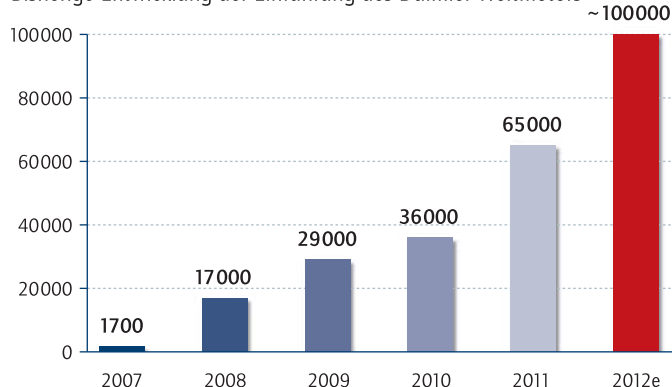
Günstige Bewertung bleibt

Für 2012 ist wieder ein Rekordjahr zu erwarten. Der Umsatz sollte nicht unter € 170 Mio. landen, den Jahresüberschuss veranschlagen wir auf mindestens € 4 Mio. bzw. € 0.15 je Aktie. Daraus lässt sich ein KGV 2012e von 10 ableiten, das angesichts der vorhandenen Wachstumsperspektiven als nicht zu hoch einzustufen ist. Geht die Entwicklung so weiter – und davon gehen wir allein schon mit Blick auf den Daimler-Auftrag aus – ist eine nochmalige Verdoppelung des Jahresüberschusses im Jahr 2013 keine Utopie. Damit ließe sich u. a. die Verschuldung noch weiter zurückführen oder auch eine kleine Anlaufdividende zahlen. Vorrang habe aber die Schuldentilgung, betonte Aufschnaiter im Gespräch. Das gelte auch für das laufende Aktienrückkaufprogramm.

Carsten Stern

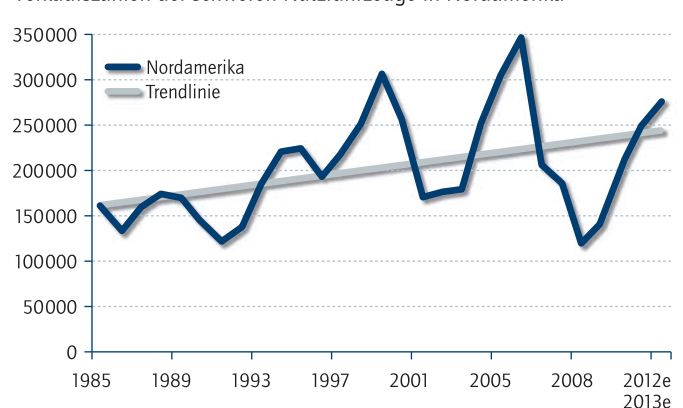
Daimler baut immer mehr Lkw-Motoren, die in den USA verkauft werden

Bisherige Entwicklung der Einführung des Daimler Weltmotors¹



¹ Entwicklung 2007 – 2012e (Anzahl Motoren p.a., gerundet); Quelle: MS Industrie AG

Verkaufszahlen der schweren Nutzfahrzeuge in Nordamerika²



² Quelle: MS Industrie AG (Deutsche Bank, Global Insight)

MS Industrie

Mit Motoren und Schweiß(en) die Überholspur anpeilen

Seit Jahren befand sich die ehemalige GCI Industrie AG in schwierigem Fahrwasser. Kontinuierlich wurden alte Beteiligungen veräußert, dieser Prozess ist nun im Jahr 2012 weitestgehend abgeschlossen worden, so dass nach bereits erfolgter Umfirmierung in MS Industrie AG eine fokussierte Industrie-Holding, ähnlich einer Indus oder Gesco, entstanden ist. Die Chancen, die in dieser Neuausrichtung liegen, erläuterte Vorstand Dr. Andreas Aufschnaiter im Gespräch mit dem Nebenwerte-Journal.

NJ: Herr Aufschnaiter, die Zahlen der MS-Gruppe werden maßgeblich von Ihrer Hauptbeteiligung MS Spaichingen dominiert. Ist die Konzentration auf einen konjunktursensiblen Automobilzulieferer nicht gefährlich?

A. Aufschnaiter: Dieser Eindruck könnte tatsächlich entstehen. Wer sich aber näher mit MS Spaichingen beschäftigt, kommt zu einem völlig anderen Ergebnis. Unsere Tochter beliefert ausschließlich namhafte Kunden wie Daimler, MAN, MTU, ZF etc. im On- aber auch im Off-Road-Bereich. So fertigt MS den kompletten Ventiltrieb für den so genannten neuen Daimler-Weltmotor. Und das weltweit. Die Abrufzahlen steigen planmäßig kontinuierlich, im Jahr 2012 baut Daimler ca. 100 000 dieser Lkw-Motoren. Der Trend lässt sich sogar unterjährig ablesen. Von Quartal zu Quartal steigen die Abrufe, so dass ich vor diesem Hintergrund für H2 2012 durchaus optimistisch bin, auch wenn sich die Konjunktur eintrüben sollte.

NJ: Das heißt, Daimler verkauft auch dann Lkw, wenn die Konjunktur schlecht läuft. Warum haben dann MAN und Scania Gewinnwarnungen herausgegeben?

A. Aufschnaiter: Die Märkte in Amerika und Asien überkompensieren den Rückgang in Europa. MAN und Scania haben vor allen Dingen vor Rückgängen in Europa gewarnt. Insofern können Sie dies nicht direkt miteinander vergleichen. Noch ein Punkt kommt hinzu – der neue Daimler-Motor ist neben dem MAN-Motor zurzeit einer der verbrauchs- und emissionsärmsten Lkw-Motoren auf dem Markt. Das sind starke Argumente für Transportunternehmer.

NJ: Inwiefern, so ein neuer Lkw erfordert doch in jedem Fall eine hohe Investition?

A. Aufschnaiter: Ja und nein. Wenn Sie sich den typischen Lebenszyklus eines Lkw anschauen, entfällt ein Großteil der Kosten auf Kraftstoff und Personal. Die Anschaffung macht

nur etwa 10 % der Gesamtkosten im Life Cycle eines Lkw aus, der in der Regel mindestens 1,5 Mio. Kilometer im Einsatz ist. Steigt dieser Satz nun auf 11 %, weil der Lkw wegen des neuen Motors ein wenig teuer ist, ist das für den Spediteur nicht allzu tragisch, wenn er zeitgleich auf Grund des geringeren Verbrauchs kräftig bei den Spritkosten spart. Das ist im Grunde genommen eine sehr einfache Payback-Rechnung, ab wann sich die Anschaffung für ihn lohnt.

NJ: Und er tauscht auch einen älteren, und damit letztlich wartungsanfälligeren, Lkw gegen ein zuverlässigeres neues Modell aus?

A. Aufschnaiter: Sie werden lachen, das ist ein äußerst gewichtiges Argument für einen Spediteur. Die Margen im Transportgewerbe sind so knapp kalkuliert, dass drei Tage außerordentlicher Stillstand praktisch den Jahresgewinn, den dieses Fahrzeug zum Ergebnis der Spedition beisteuert, aufzehren können. Das kann sich kein Spediteur leisten. Und die Reparaturanfälligkeit bei alten Fahrzeugen ist nun einmal höher als bei neuen.

NJ: Wie positioniert sich MAN im aktuellen Wettbewerbsumfeld?

A. Aufschnaiter: Auch MAN entwickelt weiterhin neue Motoren, für die auch wir komplexe Baugruppen für die Ventiltriebe liefern werden. Einen Auftrag für einen neuen PS-starken MAN-Motor haben wir bereits im Haus. Der Seriennstart ist für 2014 avisiert.

NJ: Noch ein letztes Wort zu MS Spaichingen?

A. Aufschnaiter: Vergessen Sie mir nicht das Segment Schweißtechnik. Alles, was wir bisher besprochen haben, betrifft das Segment Motorentechnik. Bei der Schweißtechnik laufen die Geschäfte wirklich sehr gut. Das gilt für beide Teilbereiche: In der Automobilindustrie wird immer mehr Kunststoff eingesetzt, der immer häufiger mittels Ultraschall verschweißt wird. Hier erwarten wir für 2012 einen Umsatzanstieg um 20 % auf dann etwa € 24 Mio. Hinzu kommt unser zartes Pflänzlein Ultraschallschweißen für die Verpackungsindustrie. Hier stehen wir erst am Anfang der Entwicklung mit einer Reihe von neuen Patentanmeldungen, unser selbst gestecktes Umsatzziel für 2012 werden wir deutlich übertreffen. Auf Grund der Innovationen in diesem Bereich ist MS 2012 zum zweiten Mal in Folge unter die Top 100 der innovativsten Mittelständler Deutschlands gewählt worden.



Dr. Andreas Aufschnaiter sieht 2013 als neues Basisjahr für die gesamte MS-Gruppe.

NJ: Aktuell stehen noch drei Beteiligung zum Verkauf an. Wie weit sind Ihre Bemühungen dort gediehen?

A. Aufschnaiter: Für den Solarpark Haunsfeld II befinden wir uns im Verkaufsprozess, den Abschluss der Transaktion erwarten wir Ende September. Das würde unsere Bilanz um rund € 6 Mio. entlasten und uns von € 4,6 Mio. Schulden befreien. Ferner entscheidet die Stadt Leipzig am 20.09.2012 über die Nutzung unseres Grundstücks, auf dem eine PV-Anlage gebaut werden soll. Nach der Zustimmung, wovon wir nach den Vorgesprächen ausgehen, werden wir zügig den Antrag auf Baugenehmigung stellen und das Projekt vermarkten. Interessenten gibt es bereits. Zu guter Letzt bleibt dann noch unsere Beteiligung an der UMT United Mobility Technology übrig. Hier läuft gerade eine Finanzierungsrunde. Hier können wir uns durchaus vorstellen, je nach Interessenlage der Investoren, unser Paket umzuplatzieren. Betonen will ich nur, dass wir zeitlich nicht unter Zugzwang stehen und wie bisher stets interessewahrend agieren werden.

NJ: Angesichts dieser Perspektiven müsste der Aktienkurs doch langsam anziehen?

A. Aufschnaiter: Der Markt will wohl erst sehen, wo wir im Basisjahr 2013 stehen, wenn alle bilanziellen Aufräumarbeiten abgeschlossen sind, bevor er uns eine höhere Bewertung bewilligt. Daraus lässt sich eine Chance für alle Anleger ableiten, deren Investitionshorizont 24 Monate und länger beträgt und die an die Formel glauben: Mehr Umsatz bei sinkenden Investitionen, Zinsen, Abschreibungen und Steuern ergibt höheren Gewinn.

NJ: Vielen Dank für das Gespräch.

Das Interview führte Carsten Stern.