

29. Mai 2007

MBB Industries AG

KAUFEN

Aktueller Kurs 8,1 €
Kursziel 12,7 €

Pan European Equity
Deutschland
Mid And Small Cap

ERHÖHUNG DES KURSZIELS

Renditejagd in Umbruchsituationen



Obwohl MBB Industries ein sehr erfolgreiches GJ 2006 hinter sich hat, tritt der Aktienkurs auf der Stelle. Somit hat sich der Wert zu einer der preiswertesten Aktien in unserem 126 Werte umfassenden deutschen Mid & Small Cap-Universum entwickelt. Auf Basis des von uns erwarteten Nettogewinnwachstums von 28,1% (CAGR 2006-09E) sehen wir sehr großes Aufwärtspotenzial von knapp 60% auf unser neues Kursziel von 12,7 €. Kurzfristig halten wir den erfolgten Beteiligungsexit und die erwartete Ermächtigung zum Rückkauf von 10% des Grundkapitals bei der HV am 12. Juni für positive Kurskatalysatoren.

GJ Ende Dez	Umsatz (Mio €)	PBT (Mio €)	EPS (€)	KGV (x)	EV/EBITDA (x)	EV/EBIT (x)	Div.-Rendite (%)
2006A	62,9	4,4	0,59	12,8	6,7	10,7	0,0
2007E	80,6	8,6	1,00	8,1	5,2	7,1	0,0
2008E	86,7	10,5	1,05	7,7	4,4	5,8	0,0
2009E	93,7	12,4	1,23	6,6	3,8	4,9	0,0

Quelle MBB Industries AG, WestLB Research Schätzungen

- **Starke Zahlen für das GJ 2006.** Die Versprechen des Börsengangs aus dem April 2006 wurden eingelöst. Die EPS haben sich im GJ 2006 auf 0,59 € mehr als verdoppelt, getrieben durch externes und internes Umsatzwachstum sowie organische Margenausweitungen. Das Umsatzwachstum betrug 71%, das EPS-Wachstum 123%.
- **Exzellente Aussichten für das GJ 2007.** Wir erwarten weiteres Wachstum getrieben u.a. durch die gute Binnenkonjunktur. Der Verkauf der Recyclingaktivitäten vom 23. Mai wirkt Ergebnis erhöhend. Wir haben unsere 2007er EPS-Prognose um 4% angehoben.
- **Beteiligungsholding fokussiert auf Umbruchsituationen.** MBB Industries ist auf „Old Economy“-Branchen konzentriert und erwirbt Unternehmen im Umbruch. Die Gesellschaft arbeitet damit in einer profitablen und sicheren Nische zwischen Turnaround-Investoren wie Arques Industries oder Mittelstands-Holdings wie Gesco.
- **Einzigartige Mischung aus Value und Growth.** Mit einem geschätzten 2007er KGV von 8,1x sowie einem KBV von 1,2x ist MBB Industries eine der billigsten Aktien unseres 126 Werte umfassenden deutschen Mid & Small Cap-Universums. Gleichzeitig trauen wir der Gesellschaft ein EPS-Wachstum (CAGR 2006-09E) von 28,1% zu.
- **Frappierende Unterbewertung.** Die Aktie zeigte jüngst eine deutliche Underperformance, was u.E. auf die begrenzte Liquidität und den Small-Cap-Status zurückzuführen ist. Auf Basis einer Peer-Group-Analyse sowie einer Buchwert-Multiplikator-Bewertung (Basis 2007/2008) sehen wir eine Spanne des Fairen Werts von 12,33 € bis 13,01 € als gerechtfertigt. Unser Kursziel lautet 12,7 €.

Eckdaten

in %	1M	3M	12M
Absolut	-4,1	0,5	-15,7
Relativ	-5,5	-2,8	-32,1

12 Monate Kursspanne	9,96 € - 7,20 €
Nettoliiquidität je Aktie	-4,2 €
NAV je Aktie	5,5 €
Anzahl Aktien	6,6 Mio
Streubesitz	28,0%
Marktkap.	53 Mio €
Nächster Event	AGM
Reuters-Symbol	MBBG.DE
Bloomberg-Symbol	MBB GR
DJSTOXX	393,48

Preisangaben basierend auf den Schlusskursen vom 25. Mai 2007.

SRI Rating N/A

Environment	n/a Stakeholder	n/a
Governance	n/a Controversy	n/a

Absolute & relative Performance

Quelle JCF, WestLB Research (SRI Daten)

Research Analyst

Wolfgang Fickus, CFA +49 (0)211 826 3357
wolfgang.fickus@westlb.de

Sector Sales

Markus Geisbuesch +49 (0)69 2579 244
markus.geisbuesch@westlb.de

Horst-Kaspar Greven +49 (0)211 826 9269
horst-kaspar.greven@westlb.de

Inhalt

Starke Zahlen für das GJ 2006	3
SWOT-Analyse	5
Beteiligungsholding fokussiert auf Umbruchsituationen	6
Das Geschäftsmodell.....	6
Das Beteiligungsportfolio	7
Weiterhin starkes Wachstum erwartet	13
Der deutsche Private-Equity-Markt	14
Positionierung von MBB Industries.....	16
Mischung aus Value und Growth	17
Bewertung und Empfehlung	18
Peer-Group-Bewertung.....	18
Buchwert-Multiplikatorenmodell	20
Empfehlung.....	20

Starke Zahlen für das GJ 2006

2006 erheblich über unseren Erwartungen

MBB Industries konnte im Geschäftsjahr 2006 die Versprechen des Börsengangs vom Mai 2006 einlösen. Die vom Unternehmen vorgelegten endgültigen Geschäftszahlen für das Geschäftsjahr 2006 lagen insbesondere auf Basis des zweiten Halbjahrs erheblich über unseren Erwartungen.

Abweichungsanalyse GJ 2006

Mio €	2006A	2006E	+/- e/a	+/- e/a (%)	ggü. Vj. (%)
Umsatz	62,9	60,0	2,9	5%	71
Delignit	27,3	27,5	-0,2	-1%	10
OBO	9,5	9,5	0,0	0%	44
Cildro	7,8	6,9	0,9	13%	43
Huchtemeier-Gruppe*	18,4	16,0	2,4	15%	n/a
EBIT	5,7	5,8	-0,1	-1%	139
Nettogewinn	3,9	3,4	0,5	13%	97
Gewinn pro Aktie (€)	0,59	0,52	0,1	13%	123
EBIT-Marge (%)	9,1	9,6	nm	nm	nm

*Huchtemeier, Hanke und Westfalia

Quelle MBB Industries, WestLB Research Schätzungen

Cildro und Huchtemeier besonders positiv

Im zweiten Halbjahr lagen der berichtete Umsatz um 8% und der Nettogewinn um 26% über unseren Erwartungen. Bezüglich der Umsatzentwicklung zeigten insbesondere der rumänische Messerfurnierproduzent Cildro als auch die Huchtemeier-Gruppe (Huchtemeier, Hanke und Westfalia) positive Überraschungen, während der Spezialwerkstoffanbieter Delignit und der Produzent von Polyrethan-Platten OBO im Rahmen unserer Erwartungen abschnitten.

Überproportionales Gewinnwachstum

Das starke Gewinnwachstum ist umso bemerkenswerter, da die MBB Industries gleichzeitig die mit dem Börsengang verbundenen Kosten verdauen musste. Andere außerordentliche Posten der GuV waren ein Verschmelzungsgewinn in Höhe von 3,1 Mio €, dem eine Sonderabschreibung und die Bildung eines Sonderpostens mit Rücklagenanteil in Höhe von 1,5 Mio € gegenüberstand. Der Verschmelzungsgewinn entstand, da die übergewinnenden Bilanzwerte der Tochtergesellschaften höher waren als der Bilanzwert, den die Muttergesellschaft für die Töchter in den Büchern stehen hatte. Es handelt sich somit um eine Teilauflösung einer Bargain-Purchase-Komponente.

Operativer Cash-Flow wachstumsbedingt ins Minus gerutscht

Durch die sehr starke Ausweitung des Umlaufvermögens in Form von Inventar und Forderungen aus Lieferungen und Leistungen wurde der Cash-Flow um 12,7 Mio € belastet, was zu einem negativen operativen Cash-Flow in Höhe von 0,5 Mio € führte. Diese Ausweitung ist auf das starke organische Wachstum und die Huchtemeier-Übernahme zurückzuführen. In Umsatztage gerechnet ist das Umlaufvermögen kaum gestiegen.

Frisches Kapital aus der Kapitalerhöhung hat die Eigenkapitalquote gestärkt

Durch die Kapitalerhöhung im Rahmen des IPOs sind MBB Industries ausreichend Eigenkapital zugeflossen. Wir sehen die Eigenkapitalquote von 47% per Ende 2006 bis 2009 auf ein Niveau von 57% steigen – bei gleichzeitig sinkender Nettoverschuldung.

Positiver Ausblick auf 2007,
organisches Wachstum ...

MBB Industries sagt im Ausblick auf das Geschäftsjahr 2007, dass das Unternehmen neben dem akquisitionsbedingten Wachstum durch die unterjährige Konsolidierung der Huchtmeier-Gruppe weiterhin organisches Wachstum erwartet. Wir sehen im laufenden Geschäftsjahr vor allem Delignit in der Rolle des Gewinntriebers, neben dem akquisitionsbedingten Gewinnplus über die Huchtmeier-Gruppe.

... und Ergebnisbeitrag aus
erfolgreichem Exit

Nachdem sich MBB Industries bereits im Dezember 2006 von seinem 50%-Anteil („At Equity“ geführt) an der DOREG (Dortmunder Recycling GmbH) getrennt hat, erfolgte per 23. Mai der Verkauf der Recyclingaktivitäten an Karl Tönsmeier Entsorgungswirtschaft. Wir schätzen, dass MBB Industries durch den Verkauf einen Gewinn im siebenstelligen Euro-Bereich erzielt hat, der Ergebnis erhöhend auf unsere 2007er Schätzungen wirkt.

Nach den Resultaten sowie dem Exit aus dem Recyclinggeschäft durch den Verkauf der Westfalia haben wir unsere Schätzungen wie folgt geändert.

Modelländerungen

	2006E			2007E			2008E		
	Neu	Alt	Delta	Neu	Alt	delta	Neu	Alt	Delta
Umsatz (Mio €)	62,9	60,0	5%	80,6	83,8	-4%	86,7	91,4	-5%
EPS (€)	0,59	0,52	12%	1,00	0,96	4%	1,05	1,05	0%

Quelle WestLB Research Schätzungen

SWOT-Analyse

Stärken

- Generierung von durchschnittlichen Renditen >50% bei realisierten Exits laut Unternehmensmanagement
- Erfahrenes Managementteam, das die MBB Industries über 12 Jahre kontinuierlich weiterentwickelt hat
- Erfolgreich restrukturiertes Beteiligungsportfolio von margenstarken Nischenplayern mit sehr guten Wachstumsperspektiven
- Etabliertes, langjähriges Netzwerk (spezialisierte Berater, Anwälte etc.)
- Schlanke Strukturen mit geringen Holding-Kosten

Schwächen

- Bislang geringe Portfoliogröße mit geringem Diversifizierungsgrad
- Geringe Akquisitionstätigkeit in den vergangenen Jahren
- Noch geringerer Bekanntheitsgrad im Vergleich zu anderen börsennotierten Playern
- Beschränkte Liquidität der Aktie

Chancen

- Nachfolgeprobleme, Ertrags- und Finanzierungsschwäche von KMUs sowie Konzernabspaltungen bieten großes Potenzial für Wert steigernde Akquisitionen
- Sehr geringe Bewertung signalisiert starkes Aufwärtspotenzial
- Positive Effekte der Börsennotierung auf allgemeine Wettbewerbsposition und Bekanntheitsgrad

Risiken

- Investitionen in Restrukturierungsfälle sind mit hohem operativen Risiko verbunden
- Geringe Managementkapazität kann bei Wachstums- und Restrukturierungsmanagement Schwierigkeiten bereiten
- Verschärfung der Wettbewerbsintensität im Einkauf von Unternehmen (u.a. durch Markteintritte und hohe Liquidität im Private Equity Markt)

Beteiligungsholding fokussiert auf Umbruchsituationen

Das Geschäftsmodell von MBB Industries liegt zwischen Turnaround-Investor und der klassischen Mittelstandsholding und zeichnet sich daher durch hohe Renditen mit begrenztem Risiko aus. Der Großteil der Beteiligungen stammt aus dem produzierenden Gewerbe. Delignit ist bezogen auf den Umsatzbeitrag mit Abstand das größte Tochterunternehmen, gefolgt von OBO Modulan und Hanke Tissue. Daneben gehören noch Cidro und Huchtemeier zum Portfolio.

Das Geschäftsmodell

Die Beteiligungsholding MBB Industries ist weder ein echter Turnaround-Investor wie etwa Arques Industries noch eine klassische Mittelstandsholding wie Gesco Holding. Das Geschäftsmodell liegt genau zwischen diesen beiden Extremen und zeichnet sich daher unserer Meinung nach durch hohe Renditechancen bei begrenztem Risiko aus, was auch durch den „Old Economy“- und Nischencharakter aller Geschäftstätigkeiten bedingt ist. MBB Industries konzentriert sich auf Unternehmen in Umbruchsituationen. Als solche Situationen gelten:

- Nachfolgeproblematik, z.B. in inhabergeführten Unternehmen
- Veraltete Finanzierungsstrukturen, v.a. eine mangelnde Eigenkapitalausstattung
- Konzerne, die sich von Nicht-Kernaktivitäten trennen
- Unternehmen, die unter Managementfehlern leiden

Geschäftsmodell mit begrenztem Risiko

Beteiligungserwerb, -management und -veräußerung

Das Geschäftsmodell der MBB Industries umfasst den Beteiligungserwerb, das Beteiligungsmanagement sowie die Beteiligungsveräußerung. MBB Industries hat keine bestimmte Haltedauer für seine Beteiligungsunternehmen. Sobald eine Beteiligung zu einem Preis veräußert werden kann, der die intern zu erreichenden Wertsteigerungspotenziale übersteigt, kommt es zum Verkauf.

Schlanke Holding und schnelle Entscheidungsprozesse

Das Unternehmen verfügt in der AG selbst über einen sehr schlanken Apparat von nur sieben Mitarbeitern, der zu einer schnellen Entscheidungsfindung insbesondere beim Unternehmenskauf führt. Dies ist u.E. angesichts der derzeit steigenden Mittelzuflüsse im deutschen Private-Equity-Markt ein erheblicher Wettbewerbsvorteil.

Netzwerk eröffnet Kaufgelegenheiten

Beim Unternehmenskauf bedient sich MBB Industries dem langjährig aufgebauten Netzwerk und bedient sich nur noch in Einzelfällen externer Berater wie etwa die Unternehmensberatung Metropolitan. Mit den eigenen Kapazitäten kann MBB Industries bereits 90% der Financial Due Diligence sowie 50% der Legal Due Diligence bewältigen.

Mehrheitsbeteiligungen an Mittelständlern mit Umsatz von mehr als 10 Mio €

MBB Industries konzentriert sich auf Mehrheitsbeteiligungen an Mittelständlern mit erheblichem Wertsteigerungspotenzial sowie einem Umsatz von mehr als 10 Mio €. Als erhebliches Wertsteigerungspotenzial werden Unternehmen eingeschätzt, die folgende Kriterien erfüllen:

- Ein Wertsteigerungspotenzial mit einer internen Renditerate (IRR) von > 30%
- Ein EBITDA-Margenpotenzial von > 10%
- Den Erwerb einer Nischenpositionierung

Steigerung des Wertpotenzials durch gezielte Maßnahmen

Zur Steigerung des Wertpotenzials der Einzelgesellschaften nutzt MBB Industries insbesondere Kostensenkungsmöglichkeiten aus, die durch komplizierte Entscheidungs- und Gesellschafterstrukturen sowie ein unfokussiertes Produktportfolio entstehen. Zu diesen Maßnahmen gehören:

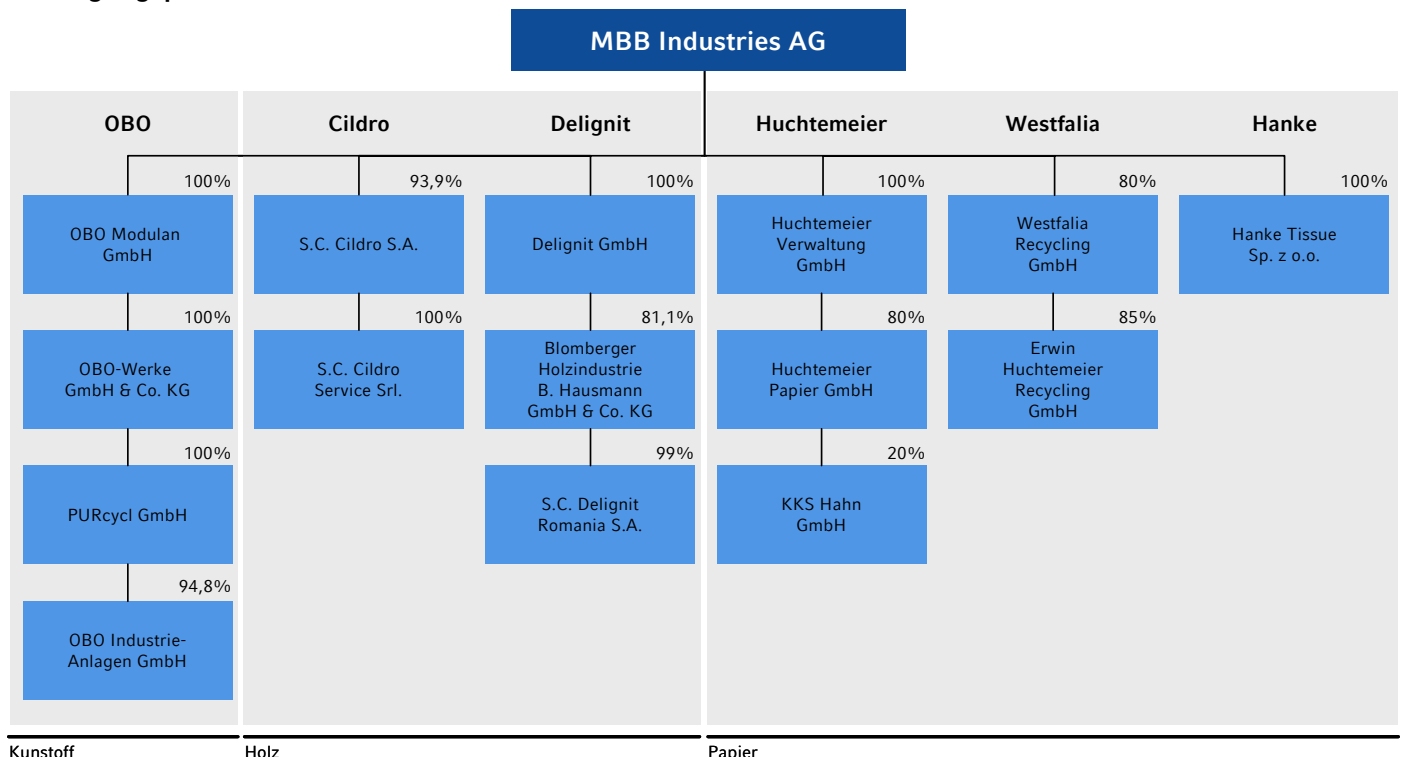
- Senkung der Gemeinkosten um bis zu 50% in Form der sonstigen betrieblichen Aufwendungen wie z.B. Kommunikations-, Versicherungs- und Logistikkosten.
- Abbau der nicht-operativen Overheadfunktionen und Optimierung der Personalkosten.
- Qualitätsverbesserungen in der Produktion und die Erhöhung von Maschinenauslastungsgraden.
- Neu- und Nachverhandlung von Lieferantenkonditionen sowie Einsetzung neuer Lieferanten.

Das Beteiligungsportfolio

Beteiligungen aus dem produzierenden Gewerbe

Obwohl MBB Industries keinem Sektoransatz folgt, so ist der überwiegende Anteil seiner Beteiligungen im produzierenden Gewerbe tätig. Das Unternehmen ist derzeit in sechs Teilkonzerne und operative Einheiten unterteilt, die sich mit den entsprechenden Beteiligungsquoten aus der folgenden Grafik ergeben.

Beteiligungsportfolio*



*Vor Beteiligungsexit

Quelle MBB Industries

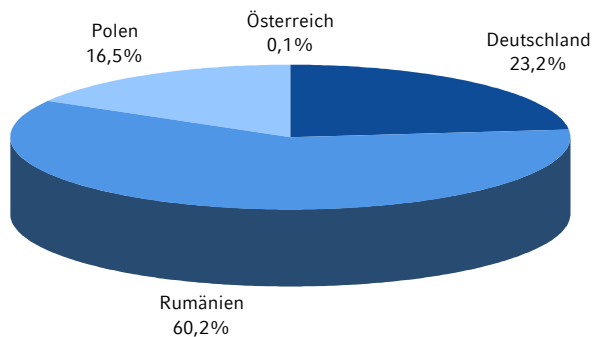
Delignit ist bezogen auf den Umsatzbeitrag mit Abstand das größte Tochterunternehmen von MBB Industries gefolgt von OBO Modulan und Hanke Tissue.

Sehr wettbewerbsfähige Personalstruktur

Beim Blick auf das Personal fällt der hohe Anteil von Mitarbeitern in Rumänien auf, der durch die Beteiligungsunternehmen Cildro und Delignit getrieben wird. Der Aufbau der Belegschaft in Polen ist durch die Übernahme der Hanke Tissue als Teil der Huchtemeier-Übernahme im Juni 2006 entstanden. Die regionale Aufteilung der Mitarbeiter mit seinem starken Anteil an Niedriglohnländer, insbesondere Rumänien, verschafft der MBB Industries eine äußerst wettbewerbsfähige Kostenstruktur. Die Personalkosten stellen 22% bis 23% der operativen Kosten dar und bilden somit den zweitgrößten Kostenblock.

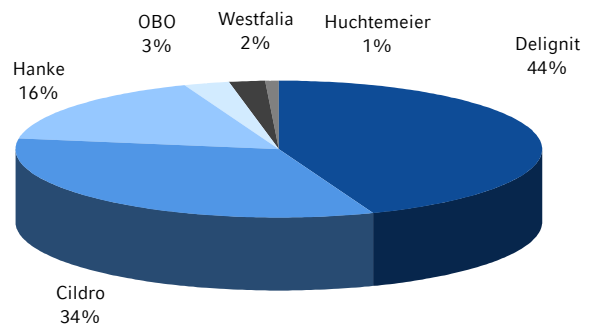
Hoher Anteil in Rumänien

Regionale Aufteilung der Mitarbeiter



Quelle MBB Industries, WestLB Research Schätzungen

Aufteilung der Mitarbeiter nach Unternehmen



Quelle MBB Industries, WestLB Research Schätzungen

Delignit

- Erwirtschaftete 43,5% vom Umsatz 2006A
- Produktion des Spezialwerkstoff „Delignit“
- Wertsteigerung durch Gewinnung eines zweiten Single-Source-Auftrags zur OEM-Ausstattung eines führenden Kleintransporters und Erzielung von Produktivitätsfortschritten

Spezialwerkstoff „Delignit“ mit hoher Wertschöpfung

Delignit ist Anbieter des auf Buchensperrholz basierenden Spezialwerkstoffes „Delignit“, der im Fahrzeugbau, u.a. als Zulieferer für die Crafter/Sprinter-Kleintransportermodelle von VW und Daimler Chrysler, dem Hochbau, der Militärtechnik sowie Nischenmärkten wie dem Klavierbau oder dem Sportgeräteebau zur Anwendung kommt. Die hohe Wertschöpfung der Delignit kann am Beispiel von Panzerholz, welches in der Militärtechnik eingesetzt wird, am besten verdeutlicht werden. Hier können im Einzelfall Verkaufspreise von mehr als 13.000 € pro Kubikmeter erreicht werden.

Erwerb erfolgte nach einer expansionsbedingten Krise

MBB Industries hat Delignit im Jahr 2002 erworben, nachdem der vorherige Eigentümer durch seine Expansion nach Rumänien, der mit einem zu hohen finanziellen Hebel versehen war, in Schwierigkeiten geraten war. Delignit produziert sowohl in Deutschland, wo der Ursprung des Unternehmens liegt, als auch in Rumänien. Der Wertschöpfungsanteil in den beiden Werken liegt bei ca. 50%. Während Rumänien in der Vergangenheit die Herstellung der Basisplatten in unmittelbarer Nähe der ergiebigen Holzvorräte sicherstellte, war der deutsche Standort vornehmlich für die Weiterverarbeitung zuständig.

Finanziell war das Vorjahr noch durch die Anlaufprobleme belastet

Der Serienanlauf der Sprinter-Produktion für DaimlerChrysler führte im Geschäftsjahr 2006 noch zu Anlaufproblemen, die die Rentabilität gedrückt haben. Wir gehen davon aus, dass Delignit aufgrund dieser Probleme im vergangenen Jahr nur eine sehr geringe EBIT-Marge im unteren einstelligen Bereich erwirtschaften konnte. Daher könnte unseres Erachtens im laufenden Geschäftsjahr vor allem Delignit die Rolle des Gewinntreibers zufallen. Neben dem Sprinter von Daimler produziert Delignit ebenso die Innenausstattung für die Crafter-Modelle von Volkswagen.

OEM-Lieferbeziehungen mit VW und DaimlerChrysler bei Kleintransportern

Der Innenausbau von Kleintransportern stellt aktuell den Löwenanteil des Umsatzes und den wesentlichen Erlöstreiber dar. Hier bestehen OEM-Lieferbeziehungen mit VW und DaimlerChrysler zur Ausstattung des Sprinter/Crafter. Delignit beliefert im Projektgeschäft auch Paketdienste wie Royal Mail oder UPS oder Messen. Daneben führt Delignit unter dem Namen Vanycare einen Geschäftsbereich, der Boden- und Wandeinbausätze für alle in Deutschland lieferbaren Kleintransporter ‚nach Maß‘ herstellt.

Volumenschätzung für Crafter & Sprinter Kleintransporter

MODEL	VEH. TYP: HCV/LCV	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E
Sprinter	LCV	0	0	0	27.434	31.000	30.000
Crafter		0	0	893	1.681	1.599	1.471
Crafter	LCV	0	0	16.843	33.083	35.000	34.000
Sprinter/T1(200-400)u	HCV	25.363	27.564	24.085	24.578	26.012	26.902
Summe		25.363	27.564	41.821	86.776	93.611	92.373

Quelle WestLB Research Schätzungen

Fahrzeugwerkebau ist ein sehr vielversprechender Markt für Delignit

Ein sehr vielversprechender Markt für die zukünftige Expansion ist u.E. der Fahrzeugwerkebau. Hierbei kommt „Delignit“ als Werkstoff die Eigenschaft zugute, dass es über eine Veredelung elektrostatische Ableitfähigkeit erhält. Dies wiederum kann bei der Kfz-Beförderung in der Produktionsstraße von großer Bedeutung sein, da es ansonsten zu Problemen bei der Montage der Elektrik von Neuwagen kommen kann. Gleichzeitig ist „Delignit“ als nachwachsender und natürlich abbaubarer Werkstoff ein sehr ökologischer Werkstoff, was im aktuellen Umfeld einen klaren Wettbewerbsvorteil darstellt.

OBO Modulan

- Erwirtschaftete 15,1% vom Umsatz 2006A
- Produktion von Polyurethanplatten (PU-Platten) v.a. für den Automobilbau
- Wertsteigerung durch strategische Partnerschaft mit US-Konzern seit 2006, der im Vorjahr zu einem Umsatzsprung führte. Darüber hinaus starker Personalabbau von 135 Mitarbeitern auf nur noch 35 Mitarbeiter per Ende GJ2005 durch Fokussierung auf den PU-basierten Modell- und Formbau.

Nischengeschäft

Das Nischengeschäft OBO Modulan ging aus einer Insolvenz hervor und ist seit 2003 Bestandteil des Beteiligungsportfolios. Das Unternehmen ist in dem 120 Mio € leichten Markt für den Modellbau, v.a. in der Automobilindustrie, tätig und hat dort einen Marktanteil von 8%. Hierbei geht es sowohl um die Modellerstellung von Komponenten, den Formbaumarkt und Modelle für den Werkzeugbau als auch um Automodelle beispielsweise vor Lancierung einer neuen Modellreihe. Die wichtigsten Wettbewerber von OBO Modulan sind die schweizerische Sika sowie die deutsche Rampf-Gruppe.

Kunden stammen aus der Automobilindustrie

Wir schätzen, dass 85% der Umsätze in die Automobilindustrie gehen. Hier verfügt OBO Modulan über eine Blue-Chip-Kundenbasis mit Autoherstellern wie Ford, GM, Volvo, Toyota, PSA, VW oder DaimlerChrysler.

Durch US-Kooperation neue Märkte erschlossen

Durch die Kooperation mit einem US-Konzern gelang es OBO Modulan im Geschäftsjahr 2006 die Umsätze organisch um 44% steigern. Darüber hinaus wurde das Geschäft internationalisiert in neue Märkte wie Japan, China oder die Türkei. Durch eine konsequente Ausrichtung auf das Polyurethanplattengeschäft konnte sich das Unternehmen auf den profitablen Modell- und Formbau konzentrieren.

Cildro

- Erwirtschaftete 12,4% vom Umsatz 2006A
- Produktion von Messerfurnieren
- Wertsteigerung durch Investitionen in Kapazitätssteigerung in 2005 und 2006 und nachfolgende Preissteigerungen in 2006 und 2007 nach Konzentration auf Premiumprodukte.

Größter EBIT-Beitrag dank hochmoderner Produktion und niedrigem Lohnniveau

Die rumänische Tochter Cildro liefert zwar nur den drittgrößten Beitrag zum Konzernumsatz. Wir vermuten jedoch, dass das Unternehmen absolut gesehen mittlerweile den höchsten EBIT-Beitrag leistet. Dies leitet sich u.E. aus der Tatsache ab, dass Cildro mit einem der modernsten Messerfurnierwerke als Bargain übernommen worden ist, was die Zins- und Abschreibungsbelastung gegenüber dem Aufbau eines Neuwerks – notwendig etwa für den potenziellen Markteintritt neuer Wettbewerber – extrem gering hält. Gleichzeitig arbeitet Cildro in der Nähe der notwendigen Edelh Holzbestände mit einem sehr niedrigen Lohnniveau. Die durchschnittlichen Lohnkosten in Rumänien liegen bei ca. einem Zehntel der deutschen Löhne.

Im dekorativen Möbelbau wird Echtholz furnier wegen der Authentizität bevorzugt

Als Messerfurniere bezeichnet man besonders dünne Furniere, die in der Regel aus Edelhölzern als Abdeckung in der Möbelindustrie sowie der Innenausstattung eingesetzt werden. Cildro ist als Dienstleistungsunternehmen gegenüber den Möbelstellern, die vertikal integrieren, zu unterscheiden. Darüber hinaus arbeiten spezialisierte Furnierhändler am Markt. Grundsätzlich steht das Echtholz furnier im Wettbewerb zu kunststoff- oder papierbasierten Belägen, wie sie etwa von der Surteco AG zum Einsatz in der Küchenindustrie angeboten werden. Aufgrund der besonders hohen Belastung im Küchenbereich haben Echtholz furniere hier einen Wettbewerbsnachteil. Im dekorativen Möbelbau wird das Echtholz furnier aufgrund seiner Authentizität bevorzugt.

Unternehmen erfolgreich restrukturiert

Cildro wurde von MBB Industries durch einen starken Personalabbau in Verbindung mit Produktivitätssteigerungen und die Bereinigung des Produktportfolios auf Messerfurniere erfolgreich restrukturiert. Der große Umsatzsprung von 43% im Geschäftsjahr 2006 wurde organisch durch eine Kapazitätsausweitung von 15% verbunden mit einer 10%igen Preiserhöhung erreicht, in einem ansonsten sehr stabilen Marktumfeld. Wir glauben, dass Cildro aufgrund des attraktiven Holzpreisniveaus 2006 auch Spotgeschäfte getätigt hat, die die Umsätze einmalig hochgetrieben haben, gleichzeitig die Marge jedoch einmalig verwässert haben.

Für 2007 erwarten wir ein Umsatzplus von 10-12% sowie eine Margenerhöhung

Für 2007 ist Cildro bereits bis zum Monat August ausgebucht. Für das darauf folgende Geschäftsjahr laufen bereits Preisverhandlungen. Wir schätzen, dass eine weitere Preissteigerung in einer Spanne von +5% und +7% mit einer Kapazitätsausweitung um ca. 5% für 2007 realistisch ist, woraus sich ein Umsatzwachstum in der Spanne von 10% bis 12% ableiten lässt. Bei den Preisverhandlungen hilft auch die mittlerweile erreichte Fokussierung auf höherpreisige Segmente und Produkte. Mit einem geringeren Handelsanteil sollte auch eine Margenerhöhung einhergehen.

Huchtemeier

- Erwirtschaftete 8,6% vom Umsatz 2006A
- Handel von Qualitätspapier, Zellstoff und Altpapier
- Wertsteigerung: Huchtemeier ist profitabel und ist Teil der im Juni 2006 erworbenen Huchtemeier-Gruppe. Als Händler dient das Unternehmen der Aufrechterhaltung eines Industrienetzwerks, von dem Hanke profitieren kann. Ein Verkauf ist aus unserer Sicht eher unwahrscheinlich.

Schwache Margen, aber hohe Bedeutung für andere Aktivitäten

Obwohl Huchtemeier immerhin 8,6% zum Konzernumsatz beisteuert, unterstellen wir wegen der Handelsorientierung des Geschäftsbereichs nur einen minimalen Ergebnisbeitrag. Da die Handelsausrichtung jedoch die sehr wichtigen Industriekontakte sicherstellt, glauben wir an einen Verbleib dieser Aktivität im MBB-Konzern, obwohl Huchtemeier auch auf mittlere und lange Sicht margenverwässernd wirken wird.

Hanke

- Erwirtschaftete 13,9% vom Umsatz 2006A
- Produktion von Papierrollen, Tissue-Rohwatte und Servietten
- Wertsteigerung durch Optimierung des Produktmix sowie Erhöhung des Auslastungsgrads der Produktionskapazitäten

Qualitätsware und starke Marke in Osteuropa

Hanke Tissue ist ein Hersteller von Tissue-Mutterrollen sowie Fertigprodukten wie Servietten, sowohl unbedruckt als auch bedruckt. Das Qualitätsmerkmal des Tissue für Servietten ist die gleichzeitige Saugfähigkeit sowie die Bedruckbarkeit. Hanke Tissue produziert in Polen und besitzt mit ‚Aha‘ eine gut etablierte Marke im osteuropäischen Konsumgütermarkt. Darüber hinaus produziert Hanke Tissue weißes und farbiges Tissuepapier für zahlreiche Handelsmarken.

Die höchsten Margen im Konzern

Wir schätzen, dass Hanke in der ehemaligen Huchtemeier-Gruppe die höchsten Margen erwirtschaftete. Mit dem Ausstieg aus dem nichtprofitablen Segment Toilettenpapier ist MBB Industries ein Schritt gelungen, um die Profitabilität weiter zu erhöhen. Um den Umsatz trotz starker Kapazitätsauslastung weiter steigern zu können, hat MBB Industries die Produktionsanlagen erneuert und erweitert. Diese Investitionen wurden aus dem Free Cash-Flow innenfinanziert. Jedoch arbeitet Hanke nach wie vor mit Bank- und Leasingverbindlichkeiten von ca. 5 Mio €, die aus der Unternehmensübernahme stammen.

Westfalia

- Erwirtschaftete 6,5% vom Umsatz 2006A
- Recycling-Aktivitäten für gewerbliche und kommunale Altpapier- und Kunststoffabfälle
- Wertsteigerung durch Exit am 23. Mai realisiert

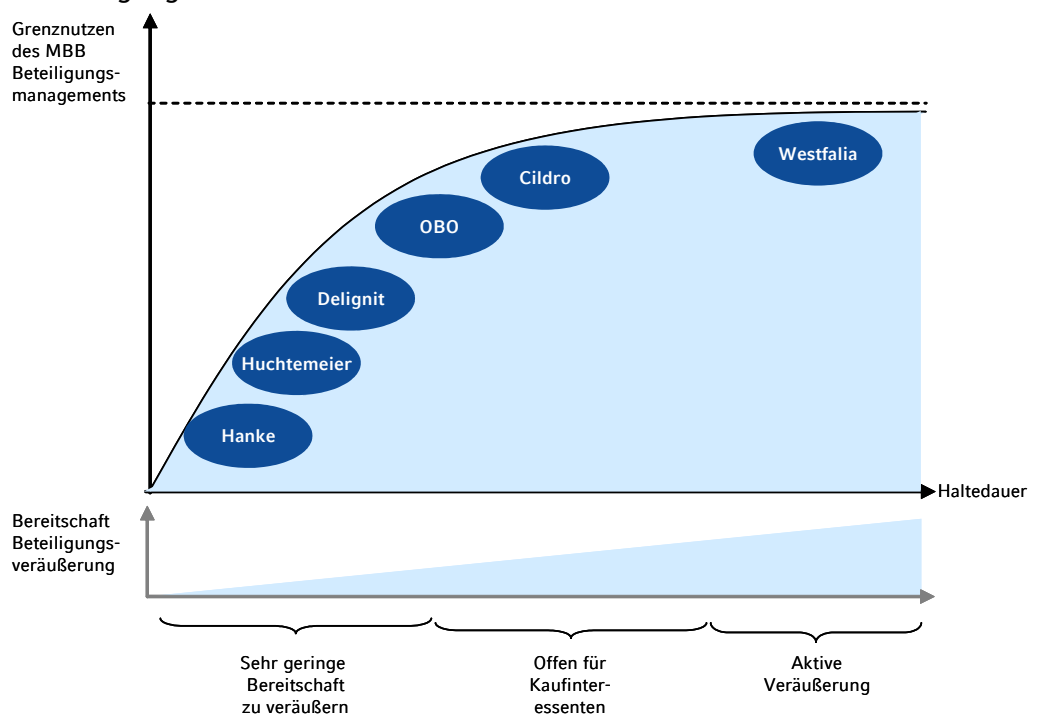
Recycling von Altpapier und Kunststoffabfällen

Die Westfalia-Gruppe, ebenfalls Teil der ehemaligen Huchtemeier-Gruppe, betreibt Recycling-Standorte für gewerbliche und kommunale Altpapier- und Kunststoffabfälle. Daneben wirkt man an der Erarbeitung von Systemlösungen für Entsorgungsprobleme. Die Vermarktung und Erfassung von vergütungswürdigen Wertstoffen ist ebenfalls Teil der Wertschöpfungskette. Die Westfalia-Gruppe ist regional orientiert mit dem Hauptstandort Hamm.

Exit vollzogen

Nachdem sich MBB Industries bereits im Dezember 2006 von seinem 50%-Anteil („At Equity“ geführt) an der DOREG (Dortmunder Recycling GmbH) getrennt hat, erfolgte per 23. Mai der Verkauf der übrigen Recyclingaktivitäten (Westfalia) an die Karl Tönsmeier Entsorgungswirtschaft. Wir schätzen, dass MBB Industries durch den Verkauf einen Gewinn im siebenstelligen Euro-Bereich erzielt hat, der Ergebnis erhöhend auf unsere 2007er Schätzungen wirkt

Exit Rangfolge der Geschäftsbereiche von MBB Industries



Quelle MBB Industries

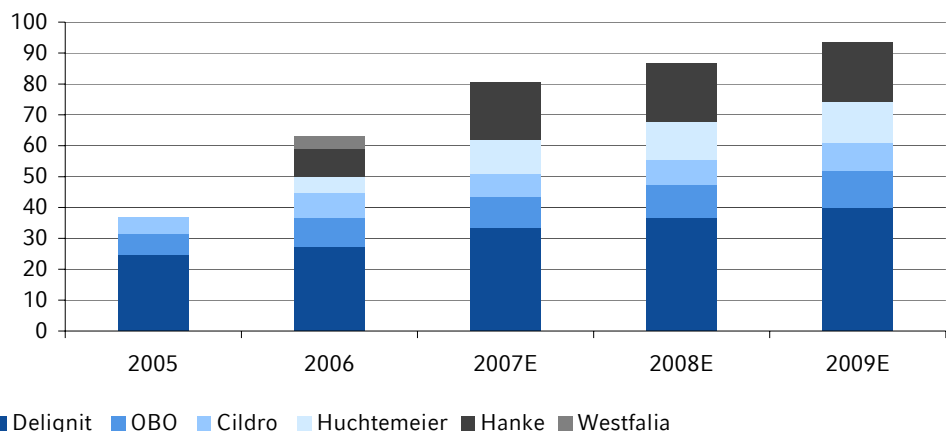
Weiterhin starkes Wachstum erwartet

Wir sehen auf breiter Front Wachstumsmöglichkeiten für MBB Industries. Auch im Geschäftsjahr 2007 dürfte das starke Wachstum unserer Meinung nach anhalten. Dies ist sowohl auf starkes organisches Wachstum als auch auf die ganzjährige Konsolidierung der Unternehmen der Huchtemeier-Gruppe (Hanke, Huchtemeier, Westfalia) zurückzuführen. Der Verkauf der ehemaligen Huchtemeier-Recyclingaktivitäten wirkt ebenfalls ergebniserhöhend.

Konsolidierungseffekte und das Momentum bei Delignit treiben den Umsatz

Rund 75% des von uns für 2007 geschätzten Umsatzwachstums von 42% stammt aus der ganzjährigen Konsolidierung der Huchtemeier-Gruppe (Hanke, Huchtemeier, Westfalia). Daneben sehen wir knapp 10% organisches Wachstum, das maßgeblich durch das Tochterunternehmen Delignit getrieben wird. Delignit dürfte dieses Jahr nach unserer Schätzung vom starken Momentum der Crafter/Sprinter-Modelle profitieren (siehe Tabelle auf Seite 9) und zudem die Ertragsdelle aus dem Vorjahr, hervorgerufen durch die Umstellung auf das Ein-Pressgang-Verfahren, hinter sich lassen. Die Umsatzwachstumstreiber sind aus der folgenden Grafik gut zu erkennen.

Umsatzentwicklung 2005-09E (Mio €)



Quelle MBB Industries, WestLB Research Schätzungen

Der Exit aus den Recyclingaktivitäten könnte den Gewinn beflügeln

Der Exit aus den Recyclingaktivitäten (Westfalia) treibt den Gewinn zusätzlich an. Wir haben einen Gewinn aus dem Beteiligungsverkauf in Höhe von 1 Mio € in unsere Schätzungen einfaktorisiert. Auf der anderen Seite wirkt der Wegfall eines geschätzten EBIT-Beitrags in Höhe von 400.000 € Gewinn mindernd.

Operative Margen dürften weiter steigen

Alles in allem gehen wir vor dem Hintergrund des starken organischen Wachstums davon aus, dass MBB Industries die operativen Margen weiter steigern wird. In unseren Schätzungen gehen wir von einer EBIT-Margensteigerung von 270 Basispunkten auf dann 11,7% im Geschäftsjahr 2007 aus.

Der deutsche Private-Equity-Markt

Der deutsche Markt für außerbörsliches Beteiligungskapital ist relativ zu anderen europäischen Märkten und vor allem gemessen an seiner volkswirtschaftlichen Bedeutung nach wie vor relativ klein und signalisiert damit weiteres Wachstumspotenzial. Allerdings hat der Aufschwung der vergangenen Jahre die Übernahmepotenziale bereits in die Höhe getrieben, und das Wort vom „Anlagenotstand“ macht die Runde. Im Vergleich zu anderen notierten deutschen Private-Equity-Unternehmen wie Arques Industries, Bavaria Industriekapital, Gesco oder Indus befindet sich MBB Industries unserer Meinung nach in einer einmaligen Positionierung.

Überblick über den deutschen Private-Equity-Markt

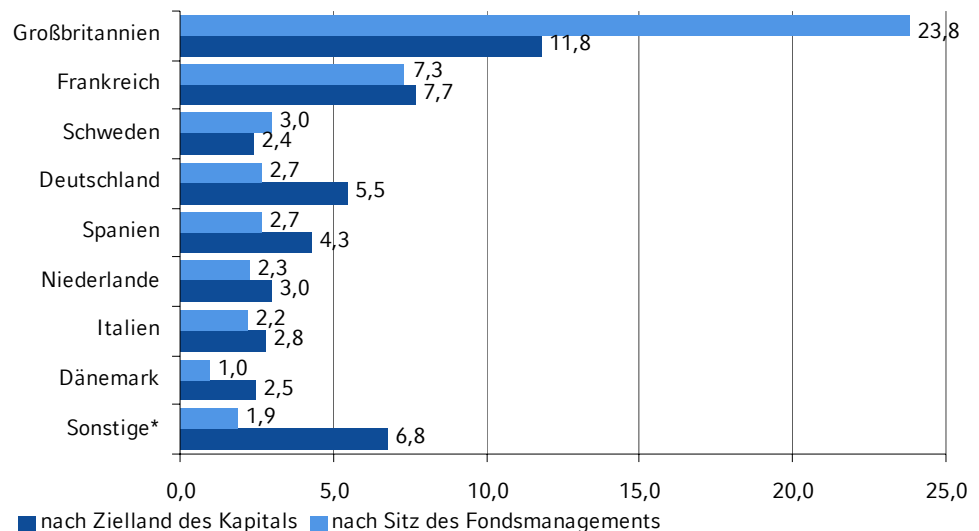
Mrd €	2005	2006	ggü. Vj. %
Verwaltetes Vermögen	26,5	28,7	8,3
Fundraising	2,9	2,8	-3,4
Investitionen	3,6	3,1	-13,9
Portfolio	21,5	23,1	7,4
Portfoliounternehmen	5.723	5.986	4,6

Quelle CEFS

Nachholbedarf gegenüber anderen europäischen Ländern

Der deutsche Markt für außerbörsliches Beteiligungskapital ist relativ zu anderen europäischen Märkten und vor allem gemessen an seiner volkswirtschaftlichen Bedeutung nach wie vor relativ klein und signalisiert damit weiteres Wachstumspotenzial. Private-Equity-Investitionen repräsentierten lediglich 0,173% des BIP verglichen mit 0,354% im Schnitt Westeuropas sowie 1,1% für Großbritannien. MBB Industries ist somit klar in einem Wachstumssegment tätig.

Private-Equity-Investitionen europäischer Fonds (Mrd €)



*u.a. die USA, in die 1,5 Mrd € Investitionen flossen

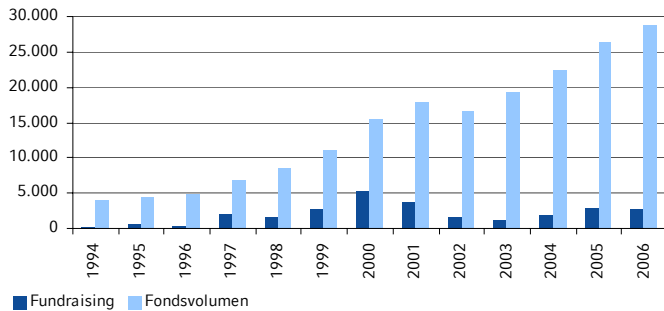
Quelle CEFS, EVCA

Seit dem Tiefpunkt 2003 wieder gutes Wachstum, ...

In Bezug auf das verwaltete Vermögen und das Fundraising hat sich der deutsche Private-Equity-Markt seit der Technologieblase um die Jahrhundertwende wieder erholt und zeigt seit dem Tiefpunkt 2003 tatsächlich wieder gutes Wachstum.

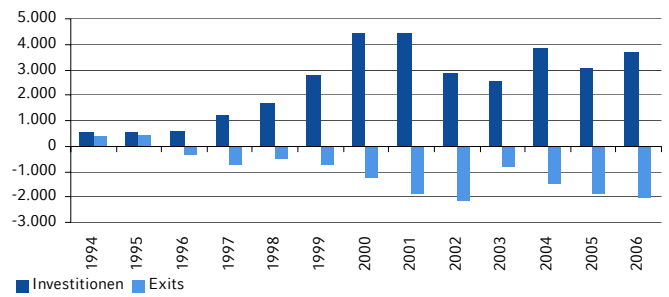
Deutscher Private-Equity-Markt

Fundraising & Fondsvolumen (Mio €)



Quelle BVK

Investitionen & Exits (Mrd €)

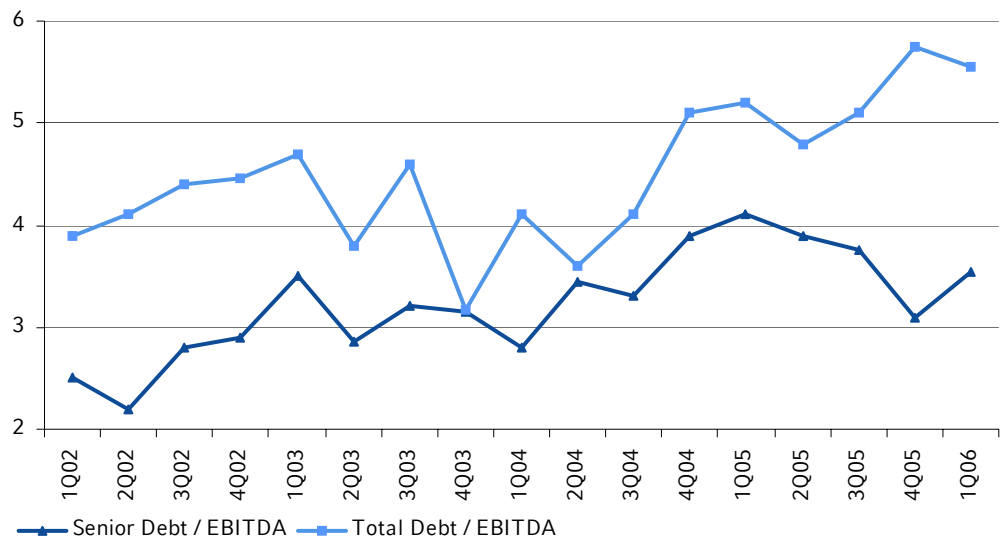


Quelle BVK

... was sich auch in den gezahlten Übernahmepreisen widerspiegelt

Die hohe Liquidität des Marktes, die sich u.a. in einem seit dem Tief im Jahr 2003 mehr als verdoppelten Fundraising ausdrückt, führte in der Folge jedoch auch zu höheren Übernahmepreisen. So haben sich seit Ende 2005 die EV/EBITDA-Multiples eindeutig über der Marke von 5x etabliert und gehen in Einzelfällen auch über die Marke von 6x hinaus. Dies steht im Vergleich zu EV/EBITDA-Multiples von 3x bis 4x in der Tiefphase des Marktes in den Jahren 2003 und 2004.

EBITDA-Multiples im europäischen Private-Equity-Markt



Quelle Ernst & Young

Das Wort vom „Anlagenotstand“ macht die Runde

In unseren Diskussionen mit MBB Industries umschreibt das Management die derzeitige Situation im Private-Equity-Markt mit dem Wort „Anlagenotstand“. Wir wissen, dass die mittlerweile hohen Übernahmepreise das Unternehmen in der jüngeren Vergangenheit von einer großen Unternehmensübernahme abgehalten hat. Hierbei handelte es sich um einen Maschinenbauer, bei dem die MBB Industries im Auktionsverfahren von einem konkurrierenden Private-Equity-Unternehmen überboten wurde.

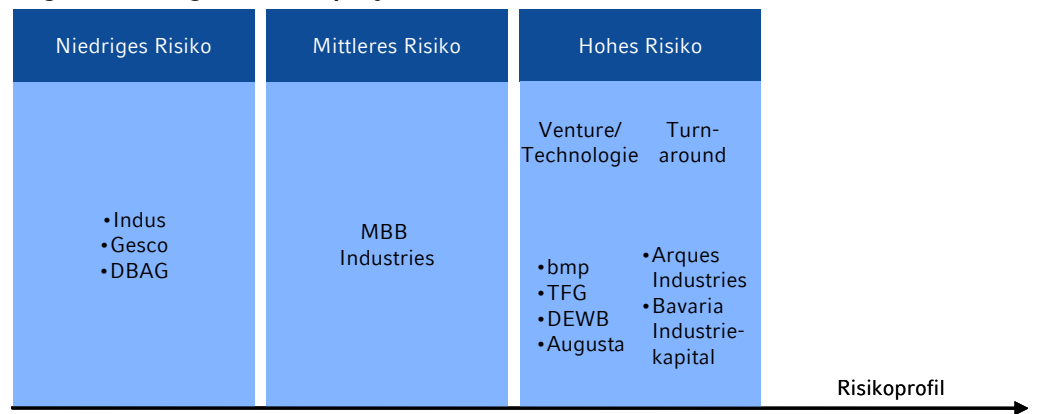
MBB Industries hat laut eigenen Aussagen im GJ 2007 nach wie vor ein bis drei Übernahmen in der Planung, die u.a. durch moderate Übernahmepreise die interne Zielmarke einer 30% internen Rendite der Investitionen erfüllen sollen.

Positionierung von MBB Industries

Attraktive Nischenposition

Im Vergleich zu anderen notierten deutschen Private-Equity-Unternehmen wie Arques Industries (AQUG.DE, 22,7 €), Bavaria Industriekapital (B8AG.F, 53,9 €), Gesco (CSCG.DE, 40,0 €) oder Indus (INHG.F, 30,1 €), befindet sich MBB Industries unserer Meinung nach in einer einmaligen Positionierung. Das Unternehmen liegt in einer Nische zwischen den klassischen risikoarmen Industrieholdings wie Gesco, DBAG (DBAG.DE, 27,26 €) und Indus auf der einen Seite sowie den risikoreichen Turnaround-Investoren wie Arques Industries sowie Bavaria Industriekapital auf der anderen Seite.

Segmentierung Private Equity



Quelle WestLB Research

Mischung aus Value und Growth

Die Zahlen sprechen für sich: Eine Wachstumsaktie ...

Wir prognostizieren für MBB Industries ein Umsatzwachstum von 14,2% (CAGR 2006-2009E), ein EBIT-Wachstum von 32,5% (CAGR 2006-2009E) und ein Nettogewinnwachstum von 28,1% (CAGR 2006-09E). Vor dem Hintergrund dieser Wachstumsaussichten sowie dem im Geschäftsjahr 2006 gezeigten Umsatz- und Nettogewinnwachstum von 70,7% sowie 120,8% lässt sich die MBB-Industries-Aktie als Wachstumswert einschätzen. Dieses Urteil gilt trotz des überwiegenden „Old Economy“-Charakters der Beteiligungen.

... mit Value-Charakter dank einer hohen FCF-Rendite

Trotz des starken Wachstumsprofils schätzen wir eine Free-Cash-Flow-Rendite von 20,4% für das Geschäftsjahr 2008 sowie 18,2% für das Geschäftsjahr 2009, nachdem die MBB Industries die akquisitionsbedingte Ausweitung des Umlaufvermögens verdaut hat. Die starke Free-Cash-Flow-Rendite in Kombination mit dem Nischencharakter seiner Geschäftseinheiten macht MBB Industries unserer Meinung nach trotz des starken Wachstumsprofils zu einem Investment mit Value-Charakter.

Niedrige Bewertung

In Bezug auf seine Bewertung kann man MBB Industries ohne Übertreibung als Value Investment beschreiben. In unserem Universum aus 126 deutschen Mid & Small Caps ist MBB Industries die preiswerteste Aktie bezogen auf das KGV für das Jahr 2008. Auf Basis der 2008er EV/EBITDA-Bewertungsmultiples gehört MBB Industries ebenfalls zu den zehn preiswertesten Aktien, obwohl das Unternehmen trotz der Börseneinführung im Jahr 2006 weiter mit einem Gearing von ca. 30% arbeitet.

Bisher erst beschränkte Liquidität der Aktie

Wir glauben, dass die sehr niedrige Bewertung der MBB-Industries-Aktie trotz des hohen Wachstumsprofils und der aus unserer Sicht überdurchschnittlichen Visibilität der Gewinnentwicklung v.a. durch die beschränkte Liquidität der Aktie erklärt werden kann, die durch einen aktiven Kontakt mit den Investoren verbessert werden kann. Zudem ist die Aktie im Entry Standard notiert, wo die durchschnittliche Bewertung im Vergleich zu anderen deutschen Mid & Small Cap Indizes derzeit niedriger ausfällt.

Bewertung und Empfehlung

Bei Beteiligungsunternehmen mit einem Buy-and-Sell-Investmentansatz spielen die Bewertungsmethoden, die direkt auf Ergebnismultiplikatoren aufsetzen, nur eine untergeordnete Rolle, was sich aus der naturgemäß sehr hohen Volatilität sowie der geringen Visibilität der Ergebnisse ergibt.

NAV-Ansatz eignet sich für Investmentgesellschaften

Allgemein gilt daher der NAV-Ansatz (Net Asset Value) als der geeignetste Bewertungsansatz für die Evaluierung von Investmentgesellschaften. Der NAV-Ansatz verfolgt eine marktnahe Bewertung der Beteiligungen über Börsenbewertungen, Transaktionspreise in den Branchen, konkrete Kaufangebote oder Peer-Group-Bewertungen basierend auf Ertrags-Multiplikatoren.

Zur Herleitung des NAV stellen wir im Folgenden auf eine Peer-Group-Bewertung und das Buchwert-Multiplikatorenmodell ab.

Peer-Group-Bewertung

Wir wählen zwei Vergleichsgruppen: deutsche Mid & Small Caps sowie holzverarbeitende/Möbelindustrie

Der Fokus des aktuellen Portfolios von MBB liegt auf Industrieunternehmen, insbesondere in der Holzverarbeitung. Aufgrund fehlender Vergleichsunternehmen für die einzelnen Beteiligungen halten wir eine Gegenüberstellung des Gesamtportfolios mit Marktbewertungen von deutschen Mid & Small Cap-Industrieunternehmen sowie einer Gruppe von Unternehmen aus der holzverarbeitenden- bzw. Möbelindustrie für aussagekräftig.

Als relevanten Ergebnismultiplikator stellen wir auf das KGV ab. Daneben berücksichtigen wir EV-Multiplikatoren, obwohl diese nicht die Bewertungseffekte aus Minderheitsanteilen sowie der nachhaltig niedrigen Steuerquote von MBB berücksichtigen.

MBB ist im Vergleich zu den Peer-Groups unterbewertet

Im Vergleich zu den beiden Peer-Groups liegt eine frappierende Unterbewertung vor und das sowohl auf KGV- als auch auf Enterprise-Value-Basis. Gleichzeitig generiert MBB Industries höhere Nettogewinnmargen.

Deutsche Vergleichsgruppe „Industriewerte“

	Reuters- Kürzel	Schlusskurs 22.05.07	KGV 2007E	KGV 2008E	EV/EBITDA 2007E	EV/EBITDA 2008E	EV/Umsatz 2007E	EV/Umsatz 2008E	Nettomarge 2007E	Nettomarge 2008E	RoE 2007E
Deutz AG	DEZG.F	10,3	16,1	13,1	6,6	5,5	0,73	0,65	4,4%	5,0%	17,3%
Heidelberger Druck AG	HDDG.F	36,7	14,7	13,0	6,5	6,2	0,86	0,81	5,2%	5,2%	14,0%
Krones AG	KRNG.F	165,7	19,0	15,2	8,5	7,3	0,79	0,71	4,4%	5,1%	13,1%
IWKA AG	IWKG.F	25,9	17,2	14,5	7,0	5,4	0,46	0,41	6,3%	3,5%	18,9%
Rheinmetall AG	RHMG.F	72,0	15,8	13,0	6,3	5,6	0,70	0,65	4,2%	4,7%	15,9%
Vossloh AG	VOSG.F	83,1	18,6	15,9	9,4	7,8	1,16	1,02	5,7%	6,2%	16,2%
Gildemeister AG	GILG.F	15,2	17,2	13,3	6,5	5,8	0,60	0,56	2,8%	3,4%	10,9%
Jungheinrich AG	JUNG_p.F	30,5	14,5	12,2	4,3	3,8	0,56	0,50	3,7%	4,2%	13,3%
Masterflex AG	MZXG.F	25,3	13,3	11,5	8,2	7,4	1,18	1,06	6,4%	6,6%	23,0%
Rational AG	RAAG.F	147,3	27,3	22,4	16,2	13,8	4,93	4,28	18,5%	19,9%	49,5%
Technotrans AG	TTRG.F	22,5	13,3	11,3	6,6	5,7	0,89	0,76	6,9%	7,5%	19,1%
GEA Group AG	G1AG.F	23,0	20,6	17,2	9,4	7,9	0,87	0,78	4,5%	4,7%	12,8%
MBB Industries	MBBG.F	7,8	8,1	7,7	5,2	4,4	0,83	0,76	8,2%	8,0%	15,5%
DURCHSCHNITT			17,3	14,4	8,0	6,9	1,14	1,02	6,1%	6,3%	18,7%
MEDIAN			16,6	13,2	6,8	6,0	0,83	0,74	4,8%	5,1%	16,1%
MBB ggü. Durchschnitt			-53%	-47%	-35%	-35%	-28%	-26%			
MBB ggü. Median			-51%	-42%	-24%	-27%	0%	3%			

Quelle JCF, WestLB Research Schätzungen

Deutsche Vergleichsgruppe „Holzverarbeitende Industrie“

	Reuters- Kürzel	Schlusskurs 22.05.07	KGV 2007E	KGV 2008E	EV/EBITDA 2007E	EV/EBITDA 2008E	EV/Umsatz 2007E	EV/Umsatz 2008E	Nettomarge 2007E	Nettomarge 2008E	RoE 2007E
Pfleiderer AG	PFD4.DE	24,9	17,4	13,4	7,2	6,0	1,03	0,93	4,0%	4,9%	14,9%
Surteco AG	SURG.DE	41,8	14,6	13,1	7,5	6,6	1,40	1,29	7,5%	8,1%	17,1%
Westag & Getalit AG	WUGG.DE	23,5	12,8	na	na	na	na	na	na	na	na
MBB Industries	MBBG.F	7,8	8,1	7,7	5,2	4,4	0,83	0,76	8,2%	8,0%	15,5%
DURCHSCHNITT			15,0	13,2	7,4	6,3	1,21	1,11	5,7%	6,5%	16,0%
MEDIAN			14,6	13,2	7,4	6,3	1,21	1,11	5,7%	6,5%	16,0%
MBB ggü. Durchschnitt			-46%	-42%	-29%	-30%	-32%	-32%			
MBB ggü. Median			-45%	-42%	-29%	-30%	-32%	-32%			

Quelle JCF, WestLB Research Schätzungen

Peer-Group-Fair-Value
zwischen 10,90 € und 14,50 €

Basierend auf den beiden Vergleichsgruppen errechnen wir einen Fairen Wert pro Aktie in der Spanne von 10,90 € bis 14,50 €, indem wir Mittelwerte für die beiden Vergleichsgruppen für die GJ 2007 und 2008 bilden. Die untere Grenze der Bewertungsspanne wird durch die Bewertung auf Basis des 2007er EBITDA-Multiples und die obere Grenze durch das 2007er KGV festgestellt, wobei wir konservativ einen 10%igen Holdingabschlag berücksichtigen.

Spanne für den Fairen Wert pro Aktie der MBB Industries

in €	Auf Basis	Auf Basis	Auf Basis	Auf Basis	Auf Basis	Auf Basis
	KGV	EBITDA	Umsatz	KGV	EBITDA	Umsatz
	2007E	2007E	2007E	2008E	2008E	2008E
MBB Industries bewertet mit Multiples der deutschen Vergleichsgruppe „Industriewerte“	17,28	13,45	11,96	15,16	13,55	11,51
MBB Industries bewertet mit Multiples der deutschen Vergleichsgruppe „Holzverarbeitende Industrie“	14,94	12,35	14,11	13,95	12,35	12,71
Mittelwert der Bewertung für MBB Industries	16,11	12,90	13,03	14,56	12,95	12,11
(-) 10% Holding Discount	1,61	1,29	1,30	1,46	1,29	1,21
Fairer Wert pro Aktie MBB Industries	14,50	11,61	11,73	13,10	11,65	10,90

Quelle WestLB Research Schätzungen

Buchwert-Multiplikatorenmodell

Alternativ zur Peer-Group-Bewertung haben wir ein buchwertbasiertes Bewertungsmodell angewendet, das den Fairen Wert auf Grundlage eines Buchwertmultiplikators berechnet, in das die unternehmensspezifischen Renditekennzahlen und Kapitalkosten unmittelbar einfließen.

Kapitalkosten:

- Risikoloser Zins: 4,3% (10-jährige Bundesanleihe)
- Marktrisikoprämie: 3,5%
- Beta-Faktor: 1,3
- EK-Kosten: 8,9%

Buchwert-Bewertungsmodell

	2007E	2008E
EK-Kosten	8,9%	8,9%
ROE	16,2%	16,2%
Renditemultiplikator	1,83	1,90
EK-Wert	80,30	97,30
Minderheiten	4,00	4,87
Wert pro Aktie	11,60	14,01

Quelle WestLB Research Schätzungen

Fairer Wert aus Buchwertmultiplikatoren-Modell zwischen 11,60 € und 14,01 €

Unser Buchwert-Bewertungsmodell errechnet als Spanne aus 2007E und 2008E einen Wert pro Aktie von 11,60 € und 14,01 €.

Empfehlung

Wir erhöhen das Kursziel für die MBB-Industries-Aktie von 11,3 € auf 12,7 €, was dem Mittelwert des Fairen Werts je Aktie auf Vergleichsgruppen- und Buchwert-Multiplikator-Basis entspricht. Wir glauben, dass Wert steigernde Beteiligungsverkäufe sowie eine aktive Investor-Relations-Politik als kurz- und mittelfristige Aktienkurskatalysatoren wirken.

Ergebnisprognose

Mio €	2005	2006	2007E	2008E	2009E
Umsatz	36,858	62,915	80,586	86,695	93,680
Veränderung Vorräte, fertige Erzeugnisse & unfertige Leistungen	0,090	3,418	3,850	4,004	4,164
Kapitalisierte Eigenleistungen	0,056	0,382	0,000	0,000	0,000
Sonstige betriebl. Erträge	2,495	4,426	3,821	3,624	3,916
Gesamterträge	39,498	71,141	88,257	94,323	101,760
Rohstoffkosten	-16,124	-34,147	-44,564	-46,555	-50,587
Bruttogewinn	23,374	36,994	43,692	47,768	51,173
Personalaufwendungen	-11,587	-16,455	-18,535	-19,940	-23,420
Abschreibungen und Amortisation	-2,238	-3,360	-3,385	-3,555	-3,841
Sonstige betriebl. Aufwendungen	-5,713	-11,511	-12,330	-13,004	-10,764
Nichtbetriebl. Aufwendungen	-1,448	-0,022	0,000	0,000	0,000
EBIT	2,388	5,646	9,443	11,269	13,148
Kapitalanlageergebnis	0,000	0,031	0,100	0,200	0,200
Zinsergebnis	0,000	-1,327	-0,929	-1,000	-1,000
Außerordentliche Erträge					
Vorsteuerergebnis	2,388	4,350	8,615	10,469	12,348
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-0,217	-0,128	-1,723	-3,245	-3,951
Nettoergebnis vor Minderheiten	1,976	4,042	6,812	7,224	8,397
Minderheiten	-0,226	-0,178	-0,221	-0,269	-0,269
Nettoergebnis	1,750	3,863	6,591	6,954	8,127
Anzahl Aktien (Mio)	6,600	6,600	6,60	6,60	6,60
EPS (€)	0,27	0,59	1,00	1,05	1,23

Quelle MBB Industries, WestLB Research Schätzungen

Cash-Flow-Prognose

Mio €	2005	2006	2007E	2008E	2009E
Jahresüberschuss	1,976	4,042	6,812	7,224	8,397
Abschreibungen und Amortisation	2,238	3,360	3,385	3,555	3,841
Veränderungen der Rückstellungen	5,239	0,043	-0,055	0,000	-0,095
Sonstige liquiditätsunwirksame Aufwendungen/Erlöse & Veräußerungsgewinne- und Verluste	0,732	-2,152	-4,000	-2,000	-2,000
Veränderung Vorräte, Forderungen aus L. u. L. & sonstige Vermögenswerte	-9,930	-12,782	-2,326	-1,949	-2,065
Veränderung Verbindlichkeiten aus L. u. L. und sonstiges Eigenkapital & Verbindlichkeiten	6,719	6,982	-1,801	4,066	1,643
Operativer Cash-Flow	6,974	-0,508	2,014	10,895	9,720
Veräußerung von Anlagevermögen	0,036	0,113	0,000		
Investitionen in Anlagevermögen	-20,743	-2,043	-2,200	-2,500	-2,500
Investitionen in Finanzanlagen	-0,010	-0,726	0,381	0,199	0,766
Veränderung Barmittel aufgrund der Akquisition konsolidierter Tochterunternehmen	-0,210	-6,286	-2,486	-7,500	-7,500
Cash-Flow aus Investitionen	-20,927	-8,942	-4,305	-9,801	-9,234
Erlöse aus Eigenkapitalaufstockung	0,162	15,200	0,000	0,000	0,000
Dividendenausschüttung an Eigentümer und Minderheiten	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Erlöse aus Finanzierung/Rückzahlung	14,121	4,375	0,000	0,000	0,000
Rückzahlung von Darlehen					
Cash-Flow aus Finanzierung	14,283	19,575	0,000	0,000	0,000
Nettoveränderung Barmittel	0,330	10,125	-2,291	1,094	0,486
Veränderung aufgrund von Wechselkursen und anderen Faktoren					
Cash am Anfang der Periode	0,008	0,338	10,463	8,172	9,266
Cash am Ende der Periode	0,338	10,463	8,172	9,266	9,753

Quelle MBB Industries, WestLB Research Schätzungen

Bilanz

Mio €	2005	2006	2007E	2008E	2009E
Immaterielle Vermögenswerte	3,086	7,473	7,473	7,473	7,473
Latente Steuern					
Sachanlagen	28,198	31,974	33,057	39,139	44,924
Langfristige Finanzanlagen	0,010	0,741	0,741	0,741	0,741
Summe Anlagevermögen	31,294	40,189	41,272	47,354	53,139
Vorräte	6,094	13,596	17,566	18,978	20,533
Forderungen aus L. u. L.	3,322	8,074	8,830	9,454	10,050
Forderungen aus L. u. L.	2,284	6,894	7,330	7,854	8,450
Sonstige Vermögenswerte	1,038	1,180	1,500	1,600	1,600
Barmittel	0,338	10,463	6,970	8,794	9,617
Summe Umlaufvermögen	9,754	32,133	33,366	37,226	40,199
Latente Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Voraus bezahlte Kosten	0,515	1,042	0,493	0,470	0,881
Summe Aktiva	41,563	73,364	82,101	93,844	103,836
Eigenkapital und Verbindlichkeiten					
Eigenkapital	0,162	6,600	6,600	6,600	6,600
Aktienagio	7,230	15,992	15,992	15,992	15,992
Einbehaltene Gewinne	1,749	6,267	12,707	19,742	27,823
Badwill	5,073	4,199	7,000	7,000	7,000
Neubewertungsreserve	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Minderheiten	1,270	1,322	1,543	1,811	2,079
Summe Eigenkapital	15,484	34,380	43,842	51,146	59,494
Sonderposten mit Rücklageanteil'		1,505			
Pensionsrückstellungen	2,179	2,077	2,000	1,900	1,805
Steuerrückstellungen	2,256	1,927	1,830	1,739	1,652
Sonstige Rückstellungen	0,804	1,278	1,300	1,400	1,400
Kurzfristige Verbindlichkeiten	20,785	32,170	33,102	37,633	39,458
Bankkredite und Überziehungen	14,121	18,496	18,496	18,496	18,496
Von Kunden geleistete Vorauszahlungen	0,144	0,479	0,575	0,604	0,634
Verbindlichkeiten aus L. u. L.	4,134	10,893	11,729	16,231	18,026
Verbindlichkeiten ggü. Aktienären					
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	2,386	2,303	2,303	2,303	2,303
Langfristige Verbindlichkeiten					
Latente Steuerverbindlichkeiten	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Latentes Einkommen	0,055	0,027	0,027	0,027	0,027
Eigenkapital und Verbindlichkeiten (Bilanzsumme)	41,563	73,364	82,101	93,844	103,836

Quelle MBB Industries, WestLB Research Schätzungen

MBB Bilanz, G&V und Cash-Flow Kennzahlen

	2005	2006	2007E	2008E	2009E
Aktienkurs (€)	na	7,5	8,10	8,10	8,10
Anzahl Aktien (Mio)	6,6	6,6	6,6	6,6	6,60
Marktkapitalisierung (Mio €)	na	49,500	53,460	53,460	53,460
EV (Mio €)	16,961	60,609	66,783	65,589	65,008
Bewertungskennzahlen					
EV/EBIT (x)	7,1	10,7	7,1	5,8	4,9
EV/EBITDA (x)	3,7	6,7	5,2	4,4	3,8
EV/Umsatz (x)	0,5	1,0	0,8	0,8	0,7
EV/Capital Employed (x)	0,5	1,2	1,2	1,1	1,0
KGV (x)	0,0	12,8	8,1	7,7	6,6
Kurs/Buchwert (x)		1,4	1,2	1,0	0,9
Margen					
EBIT (Mio €)	2,39	5,65	9,44	11,27	13,15
EBIT-Marge (%)	6,5	9,0	11,7	13,0	14,0
EBITDA (Mio €)	4,63	9,01	12,83	14,82	16,99
EBITDA-Marge (%)	12,6	14,3	15,9	17,1	18,1
Kapitalrenditen (%)					
Return on Capital Employed (RoCE)	6,5	11,2	17,4	19,3	20,2
Return on Equity (RoE)	11,3	11,2	15,0	13,6	13,6
Return on Assets (RoA)	5,7	7,7	11,5	12,1	12,8
Equity Return gemäß DuPont-Modell					
Vorsteuergewinnmarge (Vorsteuergewinn/Umsatz) (%)	6,5%	6,9%	10,7	12,1	13,2
Kapitalumschlag (Umsatz/Assets) (x)	0,9	0,9	1,0	0,9	0,9
Finanzleverage (Assets/Eigenkapital) (x)	2,7	2,1	1,9	1,8	1,7
(1-Steuerquote) (%)	82,7	92,9	79,1	69,0	68,0
= RoE (%)	12,8	11,8	15,5	14,1	14,1
Bilanzkennzahlen					
Eigenkapitalquote (in %)	37,3	46,9	54,2	55,4	58,2
Buchwert/Aktie (in €)	2,35	5,21	6,67	7,76	9,03
Nettoverschuldung (+)/-liquidität (-)	16,961	11,109	13,323	12,129	11,548
Gearing (Nettoverschuldung/EK) (%) vor Pensionsfinanzierungslücke	110	32	30	24	19
Netto-Gearing (Nettoverschuldung/EK) (%)	133,0	41,0	30,3	23,7	19,4
Current Ratio (Umlaufvermögen/kurzfristige Verbindlichkeiten) (%)	0,5	1,0	1,0	1,0	1,0
Net Working Capital					
Vorräte (in Mio €)	6	14	16	17	19
(+) Forderungen (in Mio €)	3	8	8	9	9
(-) Verbindlichkeiten (in Mio €)	4	11	11	15	16
= Net Working Capital (in Mio €)	5,282	10,777	13,398	11,218	11,584
Veränderung Net Working Capital (in Mio €)	-5,282	-5,495	-2,621	2,180	-0,366
WC (% vom Umsatz)	14,3	17,1	16,6	12,9	12,4
Cash-Flow-Prognose					
Operativer Cash-Flow (in Mio €)	7,0	-0,5	2,0	10,9	9,7
- CAPEX (in Mio €)	-20,7	-2,0	-2,2	-2,5	-2,5
= Free Cash-Flow (in Mio €)	-13,769	-2,550	-0,186	8,395	7,220
Free Cash-Flow (in % vom Umsatz)	-37,4	-4,1	-0,2	9,7	7,7
Operativer Cash-Flow (in % vom Umsatz)	18,9	-0,8	3,8	20,4	18,2

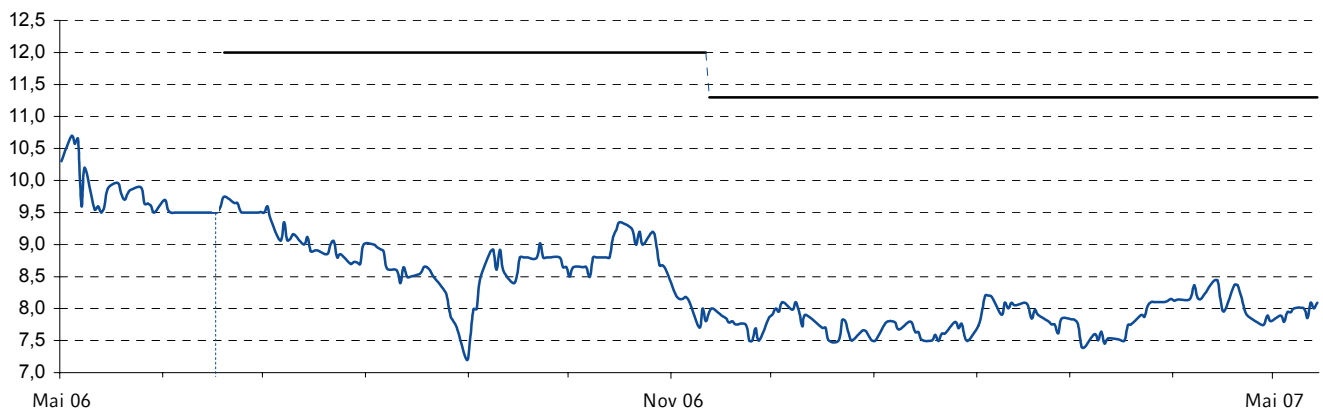
Quelle MBB Industries, WestLB Research Schätzungen

Bilanz, G&V und Cash-Flow Kennzahlen

	2005E	2006	2007E	2008E	2009E
Management Net Working Capital					
DSOs	33	47	37	37	36
Lagerreichweite	-138	-145	-130	-135	-135
Verbindlichkeitsreichweite	41	63	48	62	64
Vorräte (in % vom Umsatz)	16,5	21,6	19,7	19,9	20,0
Forderungen (in % vom Umsatz)	9,0	12,8	10,1	10,1	9,9
Verbindlichkeiten (in % vom Umsatz)	11,2	17,3	13,2	17,0	17,5
Capital Employed					
Sachanlagen (in Mio €)	28,198	31,974	33,275	39,721	45,880
(+) Immaterielle Vermögenswerte (in Mio €)	3,086	7,473	7,473	7,473	7,473
(+) Net Working Capital (in Mio €)	5,282	10,777	13,398	11,218	11,584
= Capital Employed (in Mio €)	36,566	50,224	54,147	58,413	64,937
Capital Employed Turnover	1,01	1,25	1,49	1,48	1,44
Enterprise Value					
Marktkapitalisierung (in Mio €)	0,000	49,500	53,460	53,460	53,460
(-) Zins tragende Vermögenswerte (in Mio €)	0,339	10,463	8,172	9,266	9,753
(+) Zins tragende Verbindlichkeiten (in Mio €)	16,300	20,573	20,496	20,396	20,301
(+) operative Mietverpflichtungen	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
= Enterprise Value (in Mio €)	16,961	60,609	66,783	65,589	65,008

Quelle MBB Industries, WestLB Research Schätzungen

MBB Industries AG MBBG.DE



Datum	Kurs	Verändert zu ...	Datum	Kurs	Verändert zu ...	Datum	Kurs	Verändert zu ...
30. Jun 06	9,75	Kaufen						

Coverage-Historie

Kein Rating am 12.05.2006
 Wechsel des Analysten am 19. September 2006
 Aufnahme der Coverage am 30. Juni 2006

Quelle FactSet/JCF, WestLB Research

WestLB AG
Herzogstrasse 15
D-40217 Düsseldorf
Deutschland

**WestLB AG
London Branch**
Woolgate Exchange
25 Basinghall Street
London EC2V 5HA
Großbritannien

T: +49 (0)211 826 71841
F: +49 (0)211 826 6154

T: +44 (0)20 7020 2000
F: +44 (0)20 7020 4209

Aufsichtsbehörde: Die WestLB AG verfügt über die erforderliche Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und unterliegt deren Aufsicht. Ihre Geschäftsaktivitäten im Vereinigten Königreich unterliegen derjenigen der Financial Services Authority.

Die von den Aufsichtsbehörden geforderte Offenlegung möglicher Interessenkonflikte der WestLB AG, ihrer Tochtergesellschaften oder verbundenen Unternehmen („WestLB“) kann schriftlich vom Geschäftsbereich Group Compliance unter einer der genannten Adressen angefordert oder im Internet unter http://www.westlb.de/disclosures_eq_de eingesehen werden.

Offenlegung möglicher Interessenkonflikte der WestLB zum Ende des dem Veröffentlichungszeitpunkt dieser Studie vorangegangenen Monats*:

Die WestLB hält eine Beteiligung (nach den US-Vorschriften berechnet) von 1% oder mehr an MBB Industries AG.
Die WestLB erwartet oder strebt danach, in den nächsten drei Monaten Einnahmen aus Investment Banking-Dienstleistungen zu erhalten von MBB Industries AG.
Die WestLB hat in den vergangenen zwölf Monaten Investment Banking Dienstleistungen erbracht oder vereinbart, solche zu erbringen, für die sie Einkünfte erhalten hat bzw. wird von MBB Industries AG.
Die WestLB ist Market Maker für Aktien von MBB Industries AG.
Die WestLB war in den letzten zwölf Monaten als Lead oder Co-Lead Manager an einem Konsortium bei der Emission von Aktien beteiligt von MBB Industries AG.
Die WestLB agiert als Designated Sponsor, Broker und/oder Berater für MBB Industries AG.

* Die Aktualisierung der Angaben kann bis zu 10 Tage nach dem Monatsende dauern.

WestLB Equity Research: Verteilung der Ratings per 29. Mai 2007

Coverage Universum	Absolut	Relativ (%)	Investment Banking-Beziehungen*	Absolut	Relativ (%)
Kaufen/Akkumulieren	149	56	Kaufen/Akkumulieren	48	72
Halten	90	34	Halten	17	25
Verkaufen/Reduzieren	29	11	Verkaufen/Reduzieren	2	3

* Unternehmen, von denen die WestLB AG, ihre Tochtergesellschaften oder verbundenen Unternehmen innerhalb der letzten 12 Monate Einnahmen aus Investment Banking-Dienstleistungen erhalten haben

Diese Finanzanalyse wurde von der WestLB AG, einem mit der WestLB Securities Inc. (‘WSI’) verbundenen Unternehmen, erstellt, welche nicht als Broker/Dealer in den USA registriert und zugelassen sein muss. Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen unterliegt nicht notwendigerweise den US Regelungen in Bezug auf die Erstellung von Research und der Unabhängigkeit von Research-Analysten. U.S.-Personen, die Geschäfte in einem der in dieser Publikation behandelten Finanzinstrumenten tätigen möchten, sollten sich schriftlich oder telefonisch an WSI, 1211 Avenue of the Americas, New York, NY 10036, Telefon (212) 403-3900, Fax (212) 403-3939 wenden.

Die auf der Titelseite dieser Publikation namentlich aufgeführten Research-Analysten geben die Versicherung ab, dass a) alle die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen ihre persönliche Einschätzung hinsichtlich der genannten Finanzinstrumente und Emittenten darstellen und b) ihre Vergütung weder direkt noch indirekt, auch nicht in Teilen, in irgendeinem Zusammenhang mit ihren Empfehlungen oder Einschätzungen stand oder steht.

Die Vergütung der Research-Analysten der WestLB ist nicht von bestimmten Investment-Banking-Transaktionen abhängig. Ein Teil der Vergütung ist an den von der WestLB erzielten Gesamtgewinn gebunden, der auch den Gewinn des Bereichs Investment-Banking umfasst.

Die von der WestLB herausgegebenen Anlageempfehlungen zu Finanzinstrumenten oder deren Emittenten, die sie im Rahmen ihrer Research-Aktivitäten beobachtet, werden laufend überprüft. Ein Datum für eine aktualisierte Ausgabe dieser Publikation kann daher nicht angegeben werden.

Mögliche Interessenkonflikte

Diese Publikation wurde in Übereinstimmung mit den internen Regeln der WestLB zum Umgang mit Interessenkonflikten im Research (die Research-Richtlinien) erstellt. Die Research-Richtlinien stehen im Internet unter http://www.westlb.de/research_policy_de zur Verfügung.

Erläuterung der Bewertungsparameter und der Risikoeinschätzung

Sofern nichts anderes angegeben ist, werden die in dieser Publikation genannten Kursziele entweder mit Hilfe der Discounted Cash Flow-Methode, durch einen Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die der Analyst als vergleichbar erachtet, oder anhand einer Kombination von beiden ermittelt. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird vom Analysten unter Berücksichtigung der möglichen Entwicklung des Börsenklimas angepasst.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht immer ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Unternehmens. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen im Bereich Technologie, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, bei den Wechselkursen und in einigen Branchen auch der geltenden Vorschriften können sich ebenfalls auf die Bewertungen auswirken. Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten, wie z.B. American Depositary Receipts, können mit höheren Risiken verbunden sein bedingt durch die Auswirkung von Wechselkursen, Devisenkontrollen, Besteuerung sowie von politischen und sozialen Gegebenheiten. Die vorliegende Erläuterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

In ihrer Einstufung der Aktien beurteilen die Research-Analysten die von ihnen erwartete Wertentwicklung in den der Abgabe ihrer Einschätzung folgenden 12 Monaten. Dabei fließt das, wie zuvor beschrieben, festgelegte Kursziel und ganz allgemein ihre Sicht der künftigen Markt- und Konjunktorentwicklung in die Bewertung ein.

Innerhalb dieses allgemeinen Rahmens bedeutet die Einstufung „Kauf“, dass der erwartete Gewinn der Aktie mehr als 20% beträgt. „Akkumulieren“ bedeutet einen prognostizierten Gewinn zwischen 10% und 20%. „Halten“ bedeutet einen erwarteten Gewinn zwischen 0% bis 10%. „Reduzieren“ bedeutet einen prognostizierten Verlust zwischen 0% bis minus 10% und „Verkaufen“ bedeutet einen erwarteten Verlust von mehr als minus 10%.

Vertrieb und Verwendung dieser Publikation

Diese Publikation wurde von einer Research-Abteilung der WestLB AG erstellt. Im Vereinigten Königreich erfolgt die Verteilung durch die WestLB AG London Branch. Dort steht diese Publikation gemäß den Bestimmungen der Financial Services Authority nur professionellen Anlagespezialisten, nicht jedoch Privatkunden zur Verfügung. Personen, die nicht über professionelle Kenntnisse im Anlagebereich verfügen, sollten sie nicht verwenden.

Diese Publikation dient ausschließlich zu Informationszwecken. Die Angaben stammen aus Quellen, die von der WestLB AG als zuverlässig erachtet werden. Es wird jedoch keine Garantie oder Gewähr für Richtigkeit, Vollständigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck übernommen. Alle Meinungsäußerungen oder Einschätzungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers bzw. der Verfasser zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die in der Vergangenheit gezeigte Performance von Finanzinstrumenten erlaubt keine verlässliche Aussage über zukünftige Ergebnisse. Es besteht keine Gewähr, dass ein in dieser Publikation genanntes Portfolio oder eine Anlage eine positive Anlagerendite erzielt. Die Aussagen in dieser Publikation sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder irgendeiner anderen Handlung zu verstehen und sind nicht Grundlage oder Bestandteil eines Vertrages.

Weitere Informationen sind von Ihrem Ansprechpartner bei der WestLB AG erhältlich. Diese Publikation darf nicht, auch nicht in Kopie oder auszugsweise, ohne die vorherige schriftliche Erlaubnis der WestLB AG an unberechtigte Empfänger verteilt oder übermittelt werden. Die Art der Verteilung dieses Dokuments kann in einigen Ländern, so u.a. in den USA, gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sind verpflichtet, sich entsprechend zu informieren und solche Einschränkungen zu beachten.

Die WestLB AG London Branch ist Mitglied der London Stock Exchange und der International Capital Market Association.

Copyright: 2007 WestLB AG.