

MBB Industries AG

5. MAI 2014

Votum:		Kaufen	
alt:	-	vom	-
Kursziel (in Euro)	31,00 (alt: 29,00)		
Kurs (Xetra) (in Euro)	26,66		
02.05.2014	17:36 Uhr		
Kurspotenzial	16%		

Unternehmensdaten	
Branche	Industrie
Segment	Prime Standard
ISIN	DE000A0ETBQ4
Reuters	MBBG.DE
Bloomberg	MBB

Aktiendaten	
Aktienanzahl (in Mio. Stück)	6,6
Streubesitz	26,4%
Marktkapitalisierung (in Mio. Euro)	176,0
☑ Tagesumsatz (Stück)	3.573
52W Hoch	02.05.2014 26,70 Euro
52W Tief	11.09.2013 17,92 Euro

Termine	
Q1-Zahlen	30.05.2014
Hauptversammlung	30.06.2014

Performance		
	Absolut	Relativ ggü. DAX
1 Monat	5,6%	6,1%
3 Monate	9,9%	7,1%
6 Monate	18,0%	11,2%
12 Monate	34,1%	11,1%

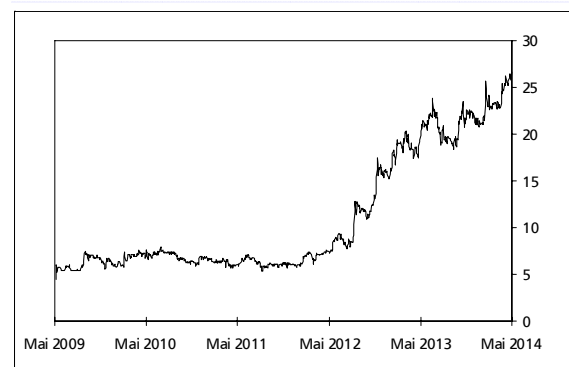
Index-Gewichtung	
Keine Indexzugehörigkeit	

Add-on-Akquisition bei OBO

- Die MBB Industries vollzog bei ihrem Portfoliounternehmen OBO eine Add-on-Akquisition (Buy & Build). Durch die Akquisition der Tooling-Aktivitäten des bisherigen Technologielieferanten Huntsman Advanced Materials erhöht sich der Umsatz der Beteiligung von etwa 12 Mio. Euro (2013) um einen Wert im mittleren einstelligen Mio. Euro-Bereich (geschätzt etwa 5 Mio. Euro). Das gesamte Segment Huntsman Advanced Materials erzielte in Q1 2014 einen Umsatz von 319 Mio. USD (-5% yoy) sowie ein EBITDA von 46 (27) Mio. USD (EBITDA-Marge: 14,4% (8,0%)). Die verbesserte Profitabilität resultierte aus Restrukturierungserfolgen sowie höheren Verkaufspreisen (+6% yoy).
- Mit einer Net Cash-Position von 24 Mio. Euro (zum 31.12.2013) ist MBB Industries sehr gut kapitalisiert, um die Akquisitionspolitik aus eigenen Mitteln finanzieren zu können. Unabhängig von weiteren Akquisitionen profitiert MBB Industries im laufenden Jahr und in den nächsten Jahren von den getätigten Rekordinvestitionen (Erweiterungsinvestitionen bei den Portfoliounternehmen Hanke, MBB Fertigungstechnik und Delignit). Wir bestätigen unser Kaufen-Votum (u.a. KGV 2015e: 9,8) bei einem neuen Kursziel von 31,00 (bislang: 29,00) Euro (modifiziertes Gordon Growth-Modell sowie SOTP-Bewertung).

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Umsatzerlöse	99,9	109,6	204,9	228,2	254,7	271,2
Umsatzwachstum	-	9,7%	86,9%	11,4%	11,6%	6,5%
Gesamtleistung	104,6	113,5	211,9	233,3	259,6	276,5
EBITDA	-3,2	9,2	24,6	22,7	26,6	30,7
EBITDA-Marge	neg.	8,4%	12,0%	10,0%	10,5%	11,3%
Nettoergebnis	-6,8	3,3	13,6	13,5	15,0	17,6
Nettomarge	neg.	3,0%	6,6%	5,9%	5,9%	6,5%
Gewinn je Aktie	-1,04	0,51	2,11	2,09	2,33	2,73
Dividende je Aktie	0,33	0,44	0,50	0,55	0,60	0,70
Net Cash	14,8	13,7	31,5	25,7	29,5	39,2
Operativer Cashflow	7,5	7,1	19,9	12,3	15,3	24,1
Free Cashflow (FCF)	4,2	4,7	6,6	-0,5	6,4	13,0
FCF je Aktie	0,64	0,71	1,02	-0,07	0,99	2,02
EV / Umsatz	0,3	0,3	0,2	0,5	0,6	0,5
EV / EBITDA	neg.	3,0	1,3	4,6	5,4	4,3
EV / EBIT	neg.	4,8	1,6	6,0	6,8	5,4
EV / FCF	7,2	5,9	4,9	neg.	22,4	10,2
KGV	neg.	12,3	4,7	9,7	11,5	9,8
KBV	1,0	0,9	1,1	1,9	2,2	1,9
Dividendenrendite	4,8%	7,1%	5,1%	2,7%	2,3%	2,6%

Zahlen in Mio. Euro außer Eps, DpS und FCF je Aktie (in Euro); Quelle: MBB Industries; eigene Schätzungen



Quelle: Bloomberg

Kontakt

Abteilung Research
Leitung: Dr. Frank Wohlgemuth, CIA/CEFA

Equity Sales Team
+49 (0) 211 778-3370

Thomas Aldenrath / thomas.aldenrath@wgzbank.de
 Jörg Eberhardt / joerg.eberhardt@wgzbank.de
 Oliver Garbe / oliver.garbe@wgzbank.de
 Dorothee Hönes / dorothee.hoenes@wgzbank.de
 Ansgar Krekeler / ansgar.krekeler@wgzbank.de
 Thomas Reher / thomas.reher@wgzbank.de
 Udo Zartner / udo.zartner@wgzbank.de

Ersteller: Matthias Engelmayer (Analyst)

- Nähere Details zum Umfang der übernommenen Aktivitäten sowie zum Kaufpreis wurden nicht gemacht. Wir unterstellen in unseren Schätzungen einen Umsatz von etwa 5 Mio. Euro („Umsatzsteigerung um annualisiert mehr als 40%“) bei einem EBITDA-Beitrag von 0,7 Mio. Euro (EBITDA-Marge von 14% unterstellt).
- Durch diese Akquisition baut OBO den Marktanteil in dem Nischenmarkt für Polyurethan-Hartschaumplatten für den Modell-, Formen- und Werkzeugbau (Abnehmer: Automobilindustrie, Gießereien sowie andere verarbeitende Industrien) auf über 11% (bislang: 8%) aus. Bei der im MBB-Portfolio auf Umsatzbasis kleinsten Beteiligung wurde seit 2009 ein durchschnittliches organisches Wachstum von annähernd 20% pro Jahr erzielt.
- Wir haben unsere 2014- und 2015-Schätzungen um die Add-on-Akquisition angepasst. Dabei haben wir für das laufende Jahr einen anteiligen Umsatzbeitrag von 2,5 Mio. Euro bzw. EBITDA-Beitrag von 0,2 Mio. Euro unterstellt (Umsatz 2014e: 254,7 (bislang: 252,2) Mio. Euro; EBITDA 2014e: 26,6 (bislang: 26,4) Mio. Euro). Für 2015 liegt der sich dann vollständig im Gesamtjahr niederschlagende Umsatzbeitrag dann bei etwa 5 Mio. Euro bei einem EBITDA-Beitrag von 0,8 Mio. Euro (Umsatz 2015e: 271,2 (bislang: 266,0) Mio. Euro; EBITDA 2015e: 30,7 (bislang: 29,9) Mio. Euro).

Umsatzsteigerung bei OBO um annualisiert 40% auf geschätzt 17 Mio. Euro

Hohes organisches Wachstum bei OBO seit 2009

Erhöhung unserer 2014- und 2015-Schätzungen um Add-on-Akquisition

Bewertung

Bewertungsfazit

Wir bewerten die MBB Industries-Aktie anhand eines Dividendenmodells (modifiziertes Gordon Growth-Modell) und einer Sum-of-the-Parts-Bewertung (SOTP). Die Ergebnisse der beiden Bewertungsmodelle gewichten wir mit jeweils 50%. Nach dieser Vorgehensweise ergibt sich für die MBB Industries-Aktie ein fairer Wert von 31,01 (bislang: 29,40) Euro. Daraus leitet sich unser nach unten abgerundetes Kursziel von 31,00 (bislang: 29,00) Euro ab. Damit weist die MBB Industries-Aktie aktuell ein Kurspotenzial von 16% auf. Unser Kursziel unterstellt für 2014 ein KGV von 13,3 bzw. für 2015 von 11,4.

Fairer Wert von 31,01 (bislang: 29,40)
Euro je MBB-Aktie

MBB Industries AG		
Bewertung - Zusammenfassung		
Angaben in Euro		
	Fairer Wert	Gewichtung
Sum-of-the-Parts-Bewertung (SOTP)	29,22	50%
Modifiziertes Gordon Growth-Modell	32,80	50%
Fairer Wert	31,01	
Kursziel		31,00

Quelle: Eigene Schätzungen

Modifiziertes Gordon Growth-Modell: MBB Industries AG			
Berechnung des fairen Wertes			
Annahmen:	EpS 2014e:	2,33 Euro	
	DpS 2014e:	0,60 Euro	
	Ausschüttungsquote:	25,8%	
	Ø Dividendenwachstum (g):	7,5%	
Multiple:	KGV = Ausschüttungsquote/(rR-g)		
Modell:	$rR = rf + \beta * (rm - rf)$	rf = risikofreier Zins	4,0%
		rm - rf = Risikoprämie	5,0%
		β = unternehmensspezifisches Beta	1,1
Berechnung:	Fairer Wert = EpS 2014e * KGV = 2,33 * 14,1 = 32,8 Euro		

Quelle: Eigene Schätzungen; Bloomberg

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

MBB Industries AG

Sum-of-the-Parts-Bewertung (SOTP)

Bewertung des Segments Technische Applikationen

EBIT 2015e	18,8 Mio. Euro
Nettoergebnis 2015e	13,2 Mio. Euro
Multiplikator auf Basis des Nettoergebnisses 2015e	11,0
Wert des Segments	145,6 Mio. Euro

Bewertung des Segments Industrieproduktion

EBIT 2015e	5,5 Mio. Euro
Nettoergebnis 2015e	3,9 Mio. Euro
Multiplikator auf Basis des Nettoergebnisses 2015e	10,5
Wert des Segments	40,6 Mio. Euro

Bewertung des Segments Handel & Dienstleistung

EBIT 2015e	0,7 Mio. Euro
Nettoergebnis 2015e	0,5 Mio. Euro
Multiplikator auf Basis des Nettoergebnisses 2015e	11,0
Wert des Segments	5,4 Mio. Euro

Effekte aus der Konzernüberleitung

EBIT 2015e	-0,5 Mio. Euro
EBIT 2015e	-0,4 Mio. Euro
Multiplikator auf Basis des Nettoergebnisses 2015e	8,0
Wert des Segments	-2,9 Mio. Euro

Wert anhand der SOTP-Bewertung 188,7 Mio. Euro

Aktienanzahl 6,5 Mio. Stück

Fairer Wert je Aktie 29,22 Euro je Aktie

Quelle: Eigene Schätzungen, Bloomberg

Anhang

MBB Industries AG
Gewinn- und Verlustrechnung

Angaben in Mio. Euro	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Umsatzerlöse	99,9	109,6	204,9	228,2	254,7	271,2
Bestandsveränderung der unfertigen und fertigen Erzeugnisse	0,1	0,1	0,8	0,2	0,2	0,2
Auflösung passivischer Unterschiedsbetrag aus der Kapitalkonsolidierung	0,8	0,0	1,7	0,6	0,0	0,0
Erträge aus Entkonsolidierungen	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Erträge	3,7	3,3	4,6	4,4	4,8	5,1
Gesamtleistung	104,6	113,5	211,9	233,3	259,6	276,5
Materialaufwand	70,4	71,4	134,6	145,4	163,3	173,1
Personalaufwand	20,3	23,5	41,2	50,2	53,2	55,2
Sonstige betriebliche Aufwendungen	7,7	9,4	11,6	15,0	16,5	17,5
Verlust aus Entkonsolidierungen	9,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-3,2	9,2	24,6	22,7	26,6	30,7
Abschreibungen	3,9	3,6	4,9	5,2	5,8	6,2
EBIT	-7,0	5,7	19,7	17,5	20,8	24,5
Abschreibungen auf Wertpapiere	0,0	0,3	0,0	0,1	0,1	0,1
Finanzergebnis	-0,9	-0,7	-1,5	-0,3	-0,2	0,0
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	0,5	0,6	0,5	0,6	0,8	0,8
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-1,5	-1,3	-2,1	-0,9	-1,0	-0,8
EBT	-8,0	4,6	18,1	17,2	20,6	24,4
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	0,9	-1,0	-3,9	-3,2	-4,9	-6,1
Sonstige Steuern	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2
Periodenergebnis	-7,3	3,5	14,0	13,9	15,5	18,1
Ergebnisanteil Minderheiten	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5
Ergebnis aus fortgeführten Geschäftsbereichen	-7,4	3,3	13,6	13,5	15,0	17,6
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Konzernjahresüberschuss/-fehlbetrag	-6,8	3,3	13,6	13,5	15,0	17,6
Gewichtete Aktienanzahl (Mio. Stück)	6,6	6,6	6,5	6,5	6,5	6,5
Ergebnis je Aktie (Euro)	-1,04	0,51	2,11	2,09	2,33	2,73
Dividende je Aktie (Euro)	0,33	0,44	0,50	0,55	0,60	0,70

Quelle: MBB Industries; eigene Schätzungen

MBB Industries AG

Gewinn- und Verlustrechnung (Positionen in % der Umsatzerlöse)

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Umsatzerlöse	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bestandsveränderung der unfertigen und fertigen Erzeugnisse	0,1%	0,1%	0,4%	0,1%	0,1%	0,1%
Auflösung passivischer Unterschiedsbetrag aus der Kapitalkonsolidierung	0,8%	0,0%	0,8%	0,3%	0,0%	0,0%
Erträge aus Entkonsolidierungen	0,0%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige betriebliche Erträge	3,7%	3,0%	2,2%	1,9%	1,9%	1,9%
Gesamtleistung	104,6%	103,6%	103,4%	102,3%	102,0%	102,0%
Materialaufwand	70,4%	65,1%	65,7%	63,7%	64,1%	63,8%
Personalaufwand	20,3%	21,5%	20,1%	22,0%	20,9%	20,4%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	7,7%	8,5%	5,7%	6,6%	6,5%	6,5%
Verlust aus Entkonsolidierungen	9,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	-3,2%	8,4%	12,0%	10,0%	10,5%	11,3%
Abschreibungen	3,9%	3,3%	2,4%	2,3%	2,3%	2,3%
EBIT	-7,0%	5,2%	9,6%	7,7%	8,2%	9,0%
Abschreibungen auf Wertpapiere	0,0%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Finanzergebnis	-0,9%	-0,7%	-0,7%	-0,1%	-0,1%	0,0%
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	0,5%	0,5%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-1,5%	-1,2%	-1,0%	-0,4%	-0,4%	-0,3%
EBT	-8,0%	4,2%	8,9%	7,5%	8,1%	9,0%
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	0,9%	-0,9%	-1,9%	-1,4%	-1,9%	-2,3%
Sonstige Steuern	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Periodenergebnis	-7,3%	3,2%	6,8%	6,1%	6,1%	6,7%
Ergebnisanteil Minderheiten	-0,1%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Ergebnis aus fortgeführten Geschäftsbereichen	-7,4%	3,0%	6,6%	5,9%	5,9%	6,5%
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Konzernjahresüberschuss/-fehlbetrag	-6,8%	3,0%	6,6%	5,9%	5,9%	6,5%

Quelle: MBB Industries; eigene Schätzungen

MBB Industries AG

Bilanz

Angaben in Mio. Euro	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Immaterielle Vermögensgegenstände	3,6	4,3	4,9	6,1	6,6	7,2
Sachanlagen	28,0	26,2	35,6	44,8	47,0	50,9
Finanzanlagen	5,5	5,8	5,1	7,1	7,9	8,4
Langfristiges Vermögen	37,1	36,2	45,6	58,0	61,5	66,5
Vorräte	12,8	13,3	18,4	18,0	22,3	23,8
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	11,4	10,4	43,4	51,5	59,3	63,1
Zur Veräußerung verfügbare finanzielle Vermögenswerte	10,4	9,2	10,4	11,7	11,7	11,7
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	17,6	15,6	29,9	36,7	38,6	46,6
Kurzfristiges Vermögen	52,3	48,6	102,1	117,9	131,9	145,2
Aktive latente Steuern	2,3	1,1	0,9	1,4	1,7	2,0
Summe Aktiva	91,7	85,8	148,7	177,2	195,1	213,7
Gezeichnetes Kapital	6,6	6,6	6,5	6,5	6,5	6,5
Kapitalrücklage	15,3	15,3	14,4	14,4	14,4	14,4
Gesetzliche Rücklage	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Gewinnrücklagen	23,2	21,7	34,2	44,0	55,2	68,2
Minderheitenanteile	2,4	2,0	2,3	2,9	3,3	3,8
Eigenkapital	47,4	45,7	57,4	67,8	79,4	93,0
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	13,4	13,1	11,2	24,4	23,8	23,2
Sonstige Verbindlichkeiten	1,0	0,8	0,7	1,4	1,5	1,6
Rückstellungen für Pensionen	5,2	4,8	18,2	18,3	18,7	19,0
Sonstige Rückstellungen	0,1	0,6	4,2	1,3	1,4	1,5
Passive latente Steuern	2,9	2,7	3,5	2,8	3,4	4,0
Langfristige Schulden	22,6	22,0	37,7	48,2	48,8	49,4
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	4,9	3,6	2,1	5,4	4,8	4,2
Erhaltene Anzahlungen	0,0	0,0	12,3	2,5	2,8	3,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	9,8	8,0	11,0	16,8	17,9	19,0
Sonstige Verbindlichkeiten	3,0	3,7	4,9	5,8	6,5	6,9
Rückstellungen mit Verbindlichkeitscharakter	2,0	2,1	11,2	8,0	9,0	9,6
Steuerrückstellungen	0,3	0,4	3,4	7,3	8,7	10,4
Sonstige Rückstellungen	1,8	0,3	8,6	15,4	17,1	18,2
Kurzfristige Schulden	21,7	18,1	53,5	61,3	66,9	71,3
Summe Passiva	91,7	85,8	148,7	177,2	195,1	213,7

Quelle: MBB Industries; eigene Schätzungen

MBB Industries AG

Bilanz (Positionen in % der Bilanzsumme)

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Immaterielle Vermögensgegenstände	3,9%	5,0%	3,3%	3,4%	3,4%	3,4%
Sachanlagen	30,5%	30,5%	24,0%	25,3%	24,1%	23,8%
Finanzanlagen	6,0%	6,7%	3,4%	4,0%	4,0%	3,9%
Langfristiges Vermögen	40,5%	42,2%	30,7%	32,7%	31,6%	31,1%
Vorräte	13,9%	15,5%	12,4%	10,1%	11,4%	11,1%
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	12,5%	12,2%	29,2%	29,1%	30,4%	29,5%
Zur Veräußerung verfügbare finanzielle Vermögenswerte	11,4%	10,7%	7,0%	6,6%	6,0%	5,5%
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	19,2%	18,2%	20,1%	20,7%	19,8%	21,8%
Kurzfristiges Vermögen	57,0%	56,6%	68,7%	66,5%	67,6%	68,0%
Aktive latente Steuern	2,5%	1,2%	0,6%	0,8%	0,9%	0,9%
Summe Aktiva	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Gezeichnetes Kapital	7,2%	7,7%	4,3%	3,6%	3,3%	3,0%
Kapitalrücklage	16,6%	17,8%	9,7%	8,1%	7,4%	6,7%
Gesetzliche Rücklage	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gewinnrücklagen	25,2%	25,3%	23,0%	24,8%	28,3%	31,9%
Minderheitenanteile	2,6%	2,4%	1,6%	1,6%	1,7%	1,8%
Eigenkapital	51,7%	53,3%	38,6%	38,3%	40,7%	43,5%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	14,6%	15,2%	7,6%	13,8%	12,2%	10,9%
Sonstige Verbindlichkeiten	1,1%	1,0%	0,5%	0,8%	0,8%	0,8%
Rückstellungen für Pensionen	5,6%	5,6%	12,2%	10,3%	9,6%	8,9%
Sonstige Rückstellungen	0,2%	0,7%	2,8%	0,7%	0,7%	0,7%
Passive latente Steuern	3,2%	3,1%	2,3%	1,6%	1,7%	1,9%
Langfristige Schulden	24,7%	25,6%	25,4%	27,2%	25,0%	23,1%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	5,3%	4,2%	1,4%	3,0%	2,5%	2,0%
Erhaltene Anzahlungen	0,0%	0,0%	8,3%	1,4%	1,5%	1,4%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	10,7%	9,3%	7,4%	9,5%	9,2%	8,9%
Sonstige Verbindlichkeiten	3,3%	4,4%	3,3%	3,3%	3,3%	3,2%
Rückstellungen mit Verbindlichkeitscharakter	2,1%	2,5%	7,6%	4,5%	4,6%	4,5%
Steuerrückstellungen	0,3%	0,4%	2,3%	4,1%	4,5%	4,9%
Sonstige Rückstellungen	1,9%	0,3%	5,8%	8,7%	8,8%	8,5%
Kurzfristige Schulden	23,6%	21,1%	36,0%	34,6%	34,3%	33,4%
Summe Passiva	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Quelle: MBB Industries; eigene Schätzungen

MBB Industries AG

Kapitalflussrechnung

Angaben in Mio. Euro	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
EBIT	-7,0	5,7	19,7	17,5	20,8	24,5
Abschreibungen auf Gegenstände des Anlagevermögens	3,9	3,6	4,9	5,2	5,8	6,2
Veränderung der Rückstellungen	-0,2	-0,9	3,2	2,4	4,7	3,8
Ertrag/Verlust aus der Entkonsolidierung	9,4	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Ertrag aus der Erstkonsolidierung	-0,8	0,0	-1,7	-0,6	0,0	0,0
Verluste/Gewinne aus Anlageabgängen	0,0	0,0	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Sonstige zahlungswirksame Erträge/Aufwendungen	0,8	0,0	0,1	-0,2	-4,3	-4,7
Cash Earnings	6,0	7,9	25,9	24,1	26,7	29,4
Veränderung der Vorräte, Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie anderer Aktiva	1,1	-1,4	-1,9	-6,5	-12,2	-5,3
Veränderung der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie anderer Passiva	0,1	1,0	-3,4	-4,5	2,0	1,7
Veränderung des Working Capitals	1,3	-0,4	-5,3	-11,1	-10,1	-3,6
Gezahlte Ertragsteuern	-0,4	-0,9	-1,3	-1,3	-2,0	-2,5
Erhaltene Zinsen	0,5	0,6	0,5	0,6	0,8	0,8
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	7,5	7,1	19,9	12,3	15,3	24,1
Auszahlungen für Investitionen in das immaterielle Anlagevermögen	-0,1	-0,3	-0,6	-0,9	-1,0	-1,0
Auszahlung für Investitionen in das Sachanlagevermögen	-3,1	-2,1	-12,7	-11,9	-8,0	-10,0
Auszahlungen für Investitionen in das Finanzanlagevermögen	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,0	0,0
Auszahlungen in zur Veräußerung gehaltene Finanzanlagen und WP	-7,0	0,5	0,3	-3,3	0,8	0,5
Einzahlungen aus Sachanlageabgängen	0,0	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3
Erwerb Unterbeteiligung	0,0	-2,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Verkauf/Erwerb von konsolidierten Unternehmen	-1,0	0,5	-13,3	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	-11,2	-4,0	-26,0	-16,2	-7,9	-10,2
Gewinnausschüttung an Gesellschafter	-3,3	-2,2	-2,8	-3,2	-3,6	-3,9
Erwerb eigener Anteile	0,0	0,0	-1,0	0,0	0,0	0,0
Einzahlungen aus der Aufnahme von Finanzkrediten	0,0	0,0	0,0	15,9	0,0	0,0
Auszahlungen für die Tilgung von Finanzkrediten	-1,3	-1,6	-3,3	-1,2	-1,2	-1,2
Zinsauszahlungen	-1,5	-1,3	-1,6	-0,9	-0,9	-0,7
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	-6,1	-5,1	-8,7	10,7	-5,6	-5,8
Zahlungswirksame Veränderung des Finanzmittelbestands	-9,8	-2,0	-14,9	6,8	1,8	8,1
Währungsbedingte Änderungen des Finanzmittelbestands	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Änderungen des Konsolidierungskreises	0,0	0,0	29,0	0,0	0,0	0,0
Finanzmittelfonds am Anfang der Periode	27,5	17,6	15,6	29,9	36,7	38,6
Finanzmittelfonds am Ende der Periode	17,6	15,6	29,9	36,7	38,6	46,6

Quelle: MBB Industries; eigene Schätzungen

MBB Industries AG

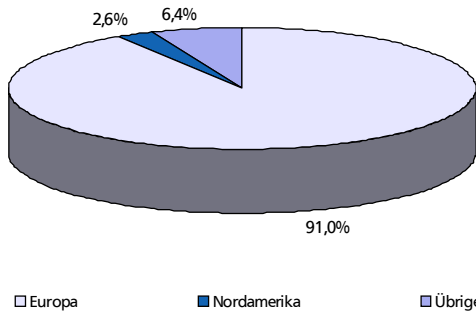
Kennzahlen

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Wachstumsanalyse						
Umsatzwachstum	23,9%	9,7%	86,9%	11,4%	11,6%	6,5%
Wachstum Gesamtleistung	20,6%	8,6%	86,7%	10,1%	11,3%	6,5%
EBITDA-Wachstum	n/a	n/a	165,8%	-7,5%	17,2%	15,1%
EBIT-Wachstum	n/a	n/a	247,0%	-10,9%	18,8%	17,5%
EBT-Wachstum	n/a	n/a	294,5%	-5,4%	19,7%	18,7%
EPS-Wachstum	n/a	n/a	316,5%	-0,9%	11,5%	17,2%
Margenanalyse						
EBITDA-Marge	neg.	8,4%	12,0%	10,0%	10,5%	11,3%
EBIT-Marge	neg.	5,2%	9,6%	7,7%	8,2%	9,0%
EBT-Marge	neg.	4,2%	8,9%	7,5%	8,1%	9,0%
Nettomarge	neg.	3,0%	6,6%	5,9%	5,9%	6,5%
Renditeanalyse						
ROI	-7,1%	3,8%	11,6%	8,3%	8,1%	8,6%
ROCE	-12,9%	8,7%	23,3%	15,3%	14,1%	14,8%
ROE	-14,1%	7,5%	27,6%	22,4%	21,3%	21,3%
ROIC	-8,4%	6,2%	18,9%	13,5%	12,8%	13,5%
Bilanzanalyse						
Eigenkapitalquote	51,7%	53,3%	38,6%	38,3%	40,7%	43,5%
Anlagendeckung I	127,8%	126,3%	125,8%	117,0%	129,0%	139,8%
Anlagendeckung II	188,8%	187,1%	208,5%	200,0%	208,3%	214,1%
Anlagenintensität	40,5%	42,2%	30,7%	32,7%	31,6%	31,1%
Vorratsumschlag	7,6	8,4	12,9	12,6	12,6	11,8
Debitorenumschlag	13,5	13,6	16,2	11,9	11,3	10,9
Debitorenlaufzeit/-ziel (in Tagen)	27,0	26,8	22,6	30,8	32,2	33,4
Working Capital / Umsatz	11,2%	11,1%	11,8%	17,9%	20,2%	21,6%
Kreditorenlaufzeit/-ziel (in Tagen)	48,4	45,4	25,7	34,9	38,8	38,9
Verschuldung						
Nettoverschuldung (Mio. Euro)	-14,8	-13,7	-31,5	-25,7	-29,5	-39,2
Nettoverschuldung / EBITDA	n/a	-1,5	-1,3	-1,1	-1,1	-1,3
Net Gearing	-0,3	-0,3	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4
Zinsdeckungsgrad (EBITDA)	n/a	7,0	11,9	24,4	26,6	38,3
Zinsdeckungsgrad (EBIT)	n/a	4,3	9,5	18,8	20,8	30,6
Cashflow-Analyse						
Free Cashflow (FCF; Mio. Euro)	4,2	4,7	6,6	-0,5	6,4	13,0
FCF / Umsatz	4,2%	4,3%	3,2%	-0,2%	2,5%	4,8%
FCF / Jahresüberschuss	-62,0%	140,7%	48,3%	-3,6%	42,4%	74,1%
FCF je Aktie (Euro)	0,64	0,71	1,02	-0,07	0,99	2,02
FCF Yield	9,3%	11,4%	10,3%	-0,4%	3,7%	7,6%
Capex (Mio. Euro)	3,2	2,4	13,3	12,8	9,0	11,0
Capex / Abschreibungen	83,6%	67,5%	273,3%	247,1%	155,1%	179,1%
Capex / Umsatz	3,2%	2,2%	6,5%	5,6%	3,5%	4,1%
Bewertungsmultiplikatoren						
EV / Umsatz	0,3	0,3	0,2	0,5	0,6	0,5
EV / EBITDA	neg.	3,0	1,3	4,6	5,4	4,3
EV / EBIT	neg.	4,8	1,6	6,0	6,8	5,4
EV / FCF	7,2	5,9	4,9	neg.	22,4	10,2
KGV	neg.	12,3	4,7	9,7	11,5	9,8
KBV	1,0	0,9	1,1	1,9	2,2	1,9
KUV	0,5	0,4	0,3	0,6	0,7	0,6
Dividendenrendite	4,8%	7,1%	5,1%	2,7%	2,3%	2,6%

Quelle: MBB Industries; eigene Schätzungen

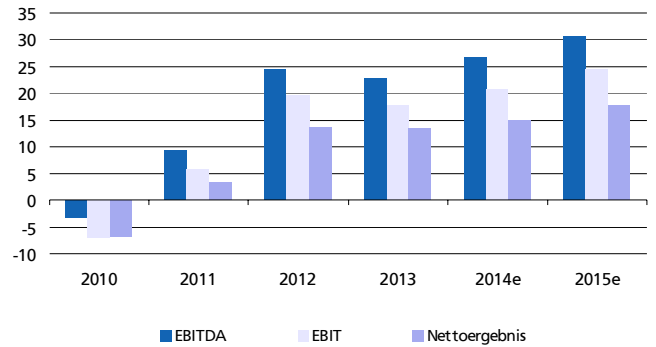
¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁶⁾ **Wichtig:** Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Umsatz nach Regionen (2013)



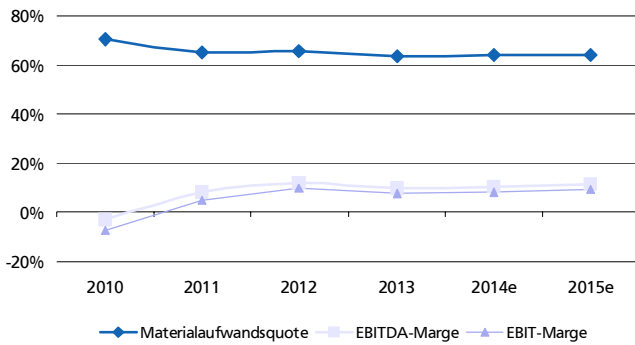
- ⇒ Deutsche bzw. europäische Abnehmer dominant mit Umsatzanteil von 91%; Abnehmer zumeist Zulieferer, daher Umsatzabgrenzung erschwert (Auslandsanteil)
- ⇒ Peer Group mit höheren Auslandsquoten (INDUS: 27% außerhalb Europa)

Ergebnisentwicklung (Mio. Euro)



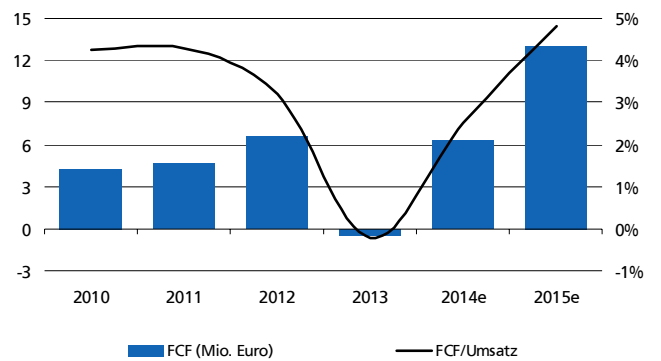
- ⇒ Kontinuierliches Wachstum seit der Unternehmensgründung; dabei jeweils profitabel bis auf das Jahr 2010 (umfangreiche Restrukturierung bei Delignit)
- ⇒ CAGR EBITDA 2009-2015e: +25%; CAGR EBIT 2009-2015e: +30%

Margenentwicklung



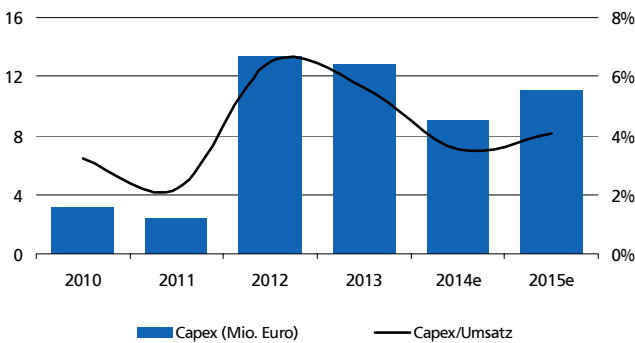
- ⇒ Margenverbesserung resultiert aus der rückläufigen Materialaufwandsquote (-6 Prozentpunkte seit 2010)
- ⇒ EBITDA-Marge 2014e: 10,5%; EBITDA-Marge 2015e: 11,3%

Cashflow-Analyse



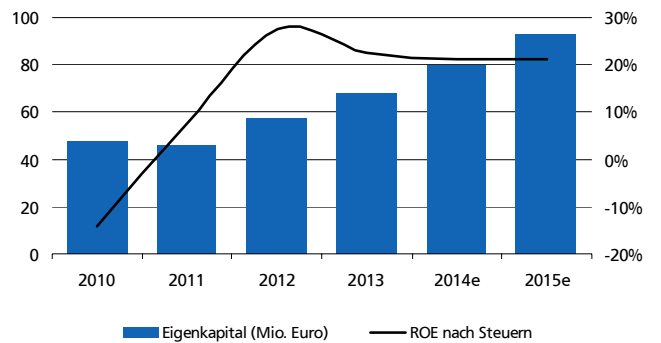
- ⇒ 2013 mit einem negativen Free Cashflow (-0,5 Mio. Euro) - bedingt durch die Rekordinvestitionen von 13 Mio. Euro
- ⇒ Free Cashflow 2014e: 6,4 Mio. Euro (u.a. geringerer Capex)

Capex-Analyse



- ⇒ Investitionen von 13 Mio. Euro im Jahr 2013; u.a. Erweiterungsinvestitionen bei Beteiligung Hanke Tissue am polnischen Stammsitz
- ⇒ Mit etwa 2%-7% des Konzernumsatzes kein Capex-intensives Geschäftsmodell

ROE-Analyse



- ⇒ Hohes Renditeniveau trotz vergleichsweise hohen Gewinnthesaurierungen (Ausschüttungsquote von rund 25% (GESCO: 40%))
- ⇒ ROE 2014e: 21%; ROE 2015e: 21%

Quelle: MBB Industries; eigene Schätzungen

Rechtliche Hinweise

Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten -

- Kaufen:** Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
- Halten:** Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten eine Wertentwicklung zwischen 0% und 15% aufweisen.
- Verkaufen:** Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust aufweisen.

Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung

Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdienste (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, FAZ, FTD, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

Aktienanalysen:

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinnten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

Sensitivität der Bewertungsparameter:

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht 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 Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen, können sich ebenfalls auf Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:**Aktienanalysen:**

Die WGZ BANK führt eine Liste der Emittenten, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen („Coverliste Aktienanalysen“) veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten ist primär die Zugehörigkeit zu einem Index (DAX® und EuroStoxx 50SM). Zusätzlich werden ausgewählte Emittenten aus dem Mid- und Small-Cap-Segment sowie des US-Marktes berücksichtigt. Hierbei liegt es allein im Ermessen der WGZ BANK, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf der Coverliste vorzunehmen. Für die auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten wird grundsätzlich wöchentlich ein qualifizierter Kurzkomentar mit einer Zusammenfassung und Bewertung aktueller unternehmensspezifischer Ereignisse erstellt. Ferner werden täglich zu einzelnen auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten unternehmensspezifische Ereignisse wie z.B. Ad-hoc-Meldungen oder wichtige Nachrichten bewertet. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der WGZ BANK. Darüber hinaus werden für auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten Fundamentalanalysen erstellt. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der WGZ BANK.

Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.

Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten:

Mitarbeiter/-innen der WGZ BANK, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den hausinternen Compliance-Regelungen, die sie als Mitarbeiter/-innen eines Vertraulichkeitsbereiches einstufen. Die hausinternen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der §§ 33 und 33b WpHG.

Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 05.05.2014 -

Die WGZ BANK und/oder mit ihr verbundene Unternehmen halten Aktien des bzw. der analysierten Emittenten im Handelsbestand.

Weitere mögliche Interessenkonflikte sind mit nachfolgenden Ziffern beim Emittentennamen gekennzeichnet.

Die WGZ BANK und/oder mit ihr verbundene Unternehmen:

- 1) sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 1 Prozent beteiligt.
- 2) waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
- 3) betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4) haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.
- 6) haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

Stand: 05.05.2014

WGZ BANK AG
Westdeutsche Genossenschafts-Zentralbank
Ludwig-Erhard-Allee 20
D-40227 Düsseldorf

Zuständige Aufsichtsbehörde:
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn
und
Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken. Dieses Dokument ist durch die WGZ BANK AG Westdeutsche Genossenschafts-Zentralbank ("WGZ BANK") erstellt und zur Verteilung in der Bundesrepublik Deutschland, Österreich, Luxemburg und der Schweiz bestimmt. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen mit Wohn- und/oder Gesellschaftssitz und/oder Niederlassungen in sonstigen Ländern, vor allem in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Großbritannien oder Japan. Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Information und Materialien gelangen, haben sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese zu befolgen.

Dieses Dokument stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten dar. Mit der Erstellung des Dokuments ist die WGZ BANK insbesondere nicht als Anlageberater oder aufgrund einer Vermögensbetreuungspflicht tätig. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere oder sonstiger Finanzinstrumente sollte auf der Grundlage eines individuellen Beratungsgesprächs, unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren und/oder des maßgeblichen (Wertpapier-) Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen, nicht aber auf der Grundlage dieses Dokuments. Je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage kann das Finanzinstrument für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein.

Die vollständigen Angaben zu den Wertpapieren oder Finanzinstrumenten, insbesondere zu den verbindlichen Bedingungen, Risiken sowie Angaben zur Emittentin können dem jeweiligen (Wertpapier-) Prospekt oder Informationsmemorandum entnommen werden.

Das Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittentin bzw. Wertpapiere durch die WGZ BANK dar. Alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

Die WGZ BANK hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus als zuverlässig erachteten Quellen übernommen, ohne jedoch alle diese Informationen selbst zu verifizieren. Dementsprechend gibt die WGZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der hierin enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Die WGZ BANK übernimmt keine Haftung für unmittelbare oder mittelbare Schäden, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

Die Informationen bzw. Meinungen und Aussagen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können aufgrund künftiger Entwicklungen überholt sein, ohne dass das Dokument geändert wurde. Die WGZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung des Dokuments.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Sämtliche Kursziele, die für die in dieser Studie analysierten Unternehmen angegeben werden, können auf Grund verschiedener Risikofaktoren, einschließlich, jedoch nicht ausschließlich, Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Maßnahmen des Unternehmens, Wirtschaftslage, Nichterfüllung von Ertrags- und/oder Umsatzprognosen, Nichtverfügbarkeit von vollständigen und genauen Informationen und/oder ein später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen der WGZ BANK bzw. sonstiger Quellen, auf welche sich die WGZ BANK in diesem Dokument stützt, auswirkt, möglicherweise nicht erreicht werden. Die WGZ BANK ist berechtigt, während des Analysezeitraums eine andere Studie über das Unternehmen zu veröffentlichen, in der kein Kursziel angegeben wird, sondern Bewertungskriterien erörtert werden. Die angegebenen Kursziele sollten im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten Studien und Entwicklungen, welche sich auf das Unternehmen sowie die Branche und Finanzmärkte, in denen das Unternehmen tätig ist, beziehen, betrachtet werden.

Die steuerliche Behandlung von Finanzinstrumenten hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Investors ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein, die ggf. auch zurückwirken können.

Die WGZ BANK ist berechtigt, Investment Banking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem/den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand dieser Studie sind. Die Research-Analysten der WGZ BANK liefern ebenfalls wichtigen Input für Investment Banking- und andere Verfahren zur Auswahl von Unternehmen. Anleger sollten davon ausgehen, dass die WGZ BANK und/oder deren jeweilige Tochtergesellschaften bestrebt sind bzw. sein werden, Investment Banking- oder sonstige Geschäfte von dem bzw. den Unternehmen, die Gegenstand dieser Studie sind, zu akquirieren, und dass die Research-Analysten, die an der Erstellung dieser Studie beteiligt waren, im Rahmen des geltenden Rechts am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können. WGZ BANK und/oder deren jeweilige Tochtergesellschaften sowie deren Mitarbeiter halten möglicherweise Positionen in diesen Wertpapieren oder tätigen Geschäfte mit diesen Wertpapieren.

Research-Analysten werden nicht für bestimmte Investment Banking-Transaktionen vergütet. Der/die Verfasser dieser Studie erhält/erhalten eine Vergütung, die (unter anderem) auf der Gesamtrentabilität der WGZ BANK basiert, welche Erträge aus dem Investment Banking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der WGZ BANK und deren Haushaltsmitglieder sowie Personen, die den Analysten Bericht erstatten, dürfen grundsätzlich kein finanzielles Interesse an Finanzinstrumenten von Unternehmen haben, die vom Analysten geprüft werden.

Soweit die WGZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angibt, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die WGZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die WGZ BANK übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.

Das Dokument unterliegt dem Urheberrecht der WGZ BANK und darf weder als Ganzes noch teilweise reproduziert oder vervielfältigt oder an andere Personen weiterverteilt oder veröffentlicht werden. Jede Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die WGZ BANK.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁶⁾ **Wichtig:** Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments