

**MBB SE**

8. JUNI 2015

<b>Votum:</b>	<b>Kaufen</b>	
alt:	-	vom -
Kursziel (in Euro)	30,00 (alt: 29,00)	
Kurs (Xetra) (in Euro)	25,35	
05.06.2015	17:36 Uhr	
Kurspotenzial	18%	

<b>Unternehmensdaten</b>	
Branche	Industrie
Segment	Prime Standard
ISIN	DE000A0ETBQ4
Reuters	MBBG.DE
Bloomberg	MBB

<b>Aktiedaten</b>	
Aktienanzahl (in Mio. Stück)	6,6
Streubesitz	29,1%
Marktkapitalisierung (in Mio. Euro)	167,3
Ø Tagesumsatz (Stück)	2.629
52W Hoch	03.07.2014 27,46 Euro
52W Tief	14.10.2014 18,55 Euro

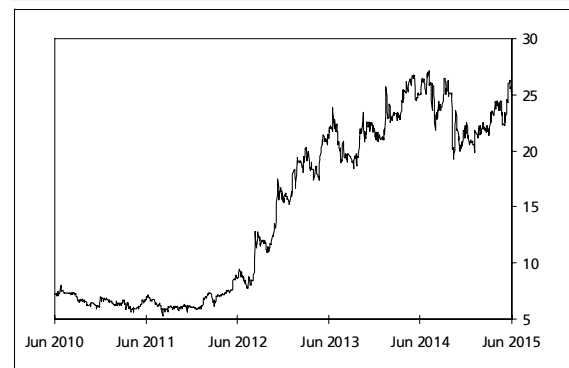
<b>Termine</b>	
Hauptversammlung	30.06.2015
Q2-Zahlen	31.08.2015

<b>Performance</b>		
	Absolut	Relativ ggü. DAX
1 Monat	14,1%	15,4%
3 Monate	15,3%	18,5%
6 Monate	12,4%	1,3%
12 Monate	1,0%	-10,3%

<b>Index-Gewichtung</b>	
Keine Indexzugehörigkeit	

**Gutes Auftaktquartal / konservative EPS-Prognose**

- In Q1 2015 wurde auf Umsatzebene mit +8% auf 60,2 (55,6; unsere Prognose: 59,3) Mio. Euro ein hohes einstelliges bzw. auf EBITDA-Ebene mit +17% auf 6,4 (5,5; unsere Prognose: 5,9) Mio. Euro sogar ein zweistelliges Wachstum erzielt. Dieses Wachstum ist größtenteils organisch bedingt (übernommener Huntsman-Bereich mit geschätztem Umsatzeffekt von +2 PP).
- Unsere 2015-Schätzungen liegen auf Umsatzebene am oberen Ende der Guidance (247 (Unternehmensprognose: 240-250) Mio. Euro; +4,5% (Q1 2015: +8%) yoy). Die EPS-Guidance (>1,75 (unsere Prognose: 1,82) Euro) spiegelt die schwächere Nachfrage bei der umsatzstärksten Beteiligung MFT (Anlagenbau) wider. Sie ist allerdings angesichts des in Q1 2015 erzielten EPS von 0,47 Euro als konservativ anzusehen.
- Wir bestätigen unser Kaufen-Votum bei einem neuen Kursziel von 30,00 (bislang: 29,00) Euro. Mit einem EV/EBITDA 2016e von 5,4 bzw. EV/EBIT 2016e von 7,5 ist die MBB-Aktie attraktiv bewertet (begünstigt durch Net Cash-Position von 16 Mio. Euro). Auf Basis der EV-Multiplikatoren, aber auch auf Basis des KGV (2016e: 12,6; 2017e: 11,7) notiert die MBB-Aktie etwa 10% bis 30% unter den Bewertungslevels von Peer Group-Unternehmen wie INDUS Holding oder GESCO.



Quelle: Bloomberg

	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatzerlöse	204,9	228,2	236,7	247,4	259,7	272,7
Umsatzwachstum	-	11,4%	3,7%	4,5%	5,0%	5,0%
Gesamtleistung	211,9	232,0	242,8	252,0	264,6	277,9
EBITDA	24,6	22,4	22,0	22,6	24,5	26,0
EBITDA-Marge	12,0%	9,8%	9,3%	9,1%	9,4%	9,5%
Nettoergebnis	13,6	13,5	13,2	11,9	13,2	14,2
Nettomarge	6,6%	5,9%	5,6%	4,8%	5,1%	5,2%
Gewinn je Aktie	2,11	2,09	2,01	1,82	2,01	2,17
Dividende je Aktie	0,50	0,55	0,57	0,60	0,62	0,65
Net Cash	31,5	25,7	26,5	29,4	35,5	43,0
Operativer Cashflow	19,9	12,7	14,6	14,7	17,9	19,3
Free Cashflow (FCF)	6,6	-0,1	2,5	3,7	6,8	8,2
FCF je Aktie	1,02	-0,02	0,38	0,56	1,04	1,25
EV / Umsatz	0,2	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5
EV / EBITDA	1,3	4,7	5,9	6,1	5,4	4,7
EV / EBIT	1,6	6,1	8,2	8,5	7,5	6,7
EV / FCF	4,9	neg.	52,8	37,1	19,2	15,1
KGV	4,7	9,7	11,9	14,0	12,6	11,7
KBV	1,1	1,9	2,0	1,9	1,7	1,5
Dividendenrendite	5,1%	2,7%	2,4%	2,4%	2,4%	2,6%

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

**Kontakt**

**Abteilung Research**  
Leitung: Dr. Frank Wohlgenuth, 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 / ansгар.krekeler@wgzbank.de
- Thomas Reher / thomas.reher@wgzbank.de
- Udo Zartner / udo.zartner@wgzbank.de

Ersteller: Matthias Engelmayer (Analyst)

- Begünstigt wurde der Ergebnisanstieg von Erlösen aus Wertpapierverkäufen in Höhe von 1,1 Mio. Euro (Kursgewinne bei Unternehmensanleihen und Aktien realisiert). Entsprechend lagen die sonstigen betrieblichen Erträge bei 1,8 (0,6) Mio. Euro. Derzeit verfügt MBB über Finanzmittel von 53 Mio. Euro, davon sind etwa 25 Mio. Euro in Wertpapieren (23 Mio. Euro) bzw. Gold (2 Mio. Euro) investiert. Der Rückgang der Net Cash-Position auf 16 (Ende 2014: 24) Mio. Euro resultiert vor allem aus dem Aufbau des Working Capital, insbesondere bei den Forderungen aus Auftragsfertigung (+11 Mio. Euro qoq). Deshalb sollte sich die Net Cash-Position im Jahresverlauf wieder erhöhen (nach Abrechnung der Projektaufträge).
- Auf Nettoebene lag das Ergebnis mit 3,1 (3,2; unsere Prognose: 2,9) Mio. Euro nur auf dem Vorjahresniveau. Dies resultierte aus höheren Abschreibungen (+20% yoy; umfangreiche Investitionen u.a. bei der Beteiligung Hanke in Polen) sowie gestiegenen Steueraufwendungen von 1,2 (0,5) Mio. Euro. Im Vorjahreszeitraum profitierte die Gesellschaft noch von positiven Steuereffekten aus der Investitionstätigkeit in Polen (Verinbarung mit Sonderwirtschaftszone Küstrin am polnischen Stammsitz von Hanke).
- Betrachtet man die M&A-Vergangenheit von MBB, so lässt sich festhalten, dass in der Regel in einem 2-Jahres-Rhythmus neue Beteiligungen erworben wurden. Seit dem im Jahr 2012 erfolgten Kauf der MBB Fertigungstechnik wurde bislang keine neue Akquisition vermeldet (im Gegensatz zu getätigten Add-On-Akquisitionen wie den Huntsman Tooling-Bereich für die Beteiligung OBO im vergangenen Jahr). Dies verdeutlicht den zunehmenden Wettbewerb durch Family Offices, die insbesondere auch den Zielfokus auf Unternehmen mit Umsatzgrößen von 20 bis 150 Mio. Euro legen – ähnlich wie MBB. Die bilanziellen Voraussetzungen für (größere) Akquisitionen sind bei MBB mit einer Net Cash-Position von 16 Mio. Euro, einer (bilanziellen) Eigenkapitalquote von 40% bzw. tangiblen Eigenkapitalquote von 37% vorhanden.
- Beim letzten Aktienrückkaufprogramm, das im Zeitraum März 2015 bis Mai 2015 durchgeführt wurde, wurden nur 0,2% des gezeichneten Kapitals angedient. Dies dürfte an den Konditionen des Aktienrückkaufprogramms gelegen haben, welches einen maximalen Ankaufskurs von 25 Euro je MBB-Aktie vorsah. Wir rechnen damit, dass im Nachgang zur Ende Juni anstehenden Hauptversammlung ein neues Aktienrückkaufprogramm aufgelegt wird – allerdings dann mit einem höheren maximalen Ankaufskurs. Wir rechnen mit einem maximalen Ankaufskurs von 28 bis 29 Euro je MBB-Aktie. Entsprechend dem vorherigen Aktienrückkaufprogramm sollte der Aktienerwerb erneut auf ein Gesamtvolumen von 3 Mio. Euro begrenzt werden. Dies entspräche 1,6% des gezeichneten Kapitals.

---

Erlöse aus Wertpapieren von über 1 Mio. Euro begünstigen das Quartalsergebnis

---

---

Wegfall von Steuervergünstigungen am polnischen Stammsitz von Hanke

---

---

Zuletzt Add-On-Akquisitionen getätigt; letzte neue Beteiligung aus dem Jahr 2014

---

---

Neues Aktienrückkaufprogramm erwartet - mit einem höheren Ankaufskurs

---

**Bewertung**

**Bewertungsfazit**

Wir bewerten die MBB-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-Aktie ein fairer Wert von 30,05 (bislang: 29,21) Euro. Daraus leitet sich unser nach unten abgerundetes Kursziel von 30,00 Euro ab. Damit weist die MBB-Aktie aktuell ein Kurspotenzial von 18% auf. Unser Kursziel unterstellt für 2016 ein KGV von 14,9 bzw. für 2017 von 13,9.

---

Fairer Wert von 30,05 (bislang: 29,21)  
Euro je MBB-Aktie

---

<b>MBB SE</b>		
<b>Bewertung - Zusammenfassung</b>		
Angaben in Euro		
	Fairer Wert	Gewichtung
Sum-of-the-Parts-Bewertung (SOTP)	25,77	50%
Modifiziertes Gordon Growth-Modell	34,33	50%
<b>Fairer Wert</b>	<b>30,05</b>	
<b>Kursziel</b>		<b>30,00</b>

Quelle: Eigene Schätzungen

<b>Modifiziertes Gordon Growth-Modell: MBB SE</b>			
Berechnung des fairen Wertes			
Annahmen:	EpS 2015e:	1,82 Euro	
	DpS 2015e:	0,60 Euro	
	Ausschüttungsquote:	33,0%	
	Ø Dividendenwachstum (g):	7,5%	
Multiple:	KGV = Ausschüttungsquote/(rR-g)		
Modell:	$rR = rf + \beta * (rm - rf)$	rf = risikofreier Zins	3,0%
		rm - rf = Risikoprämie	5,0%
		$\beta$ = unternehmensspezifisches Beta	1,25
Berechnung:	Fairer Wert = EpS 2015e * KGV = 1,82 * 18,9 = 34,33 Euro		

Quelle: Eigene Schätzungen; Bloomberg

**MBB SE**

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

**Bewertung des Segments Technische Applikationen**

EBIT 2016e	11,4 Mio. Euro
Nettoergebnis 2016e	8,6 Mio. Euro
Multiplikator auf Basis des Nettoergebnisses 2016e	12,5
Wert des Segments	108,0 Mio. Euro

**Bewertung des Segments Industrieproduktion**

EBIT 2016e	6,4 Mio. Euro
Nettoergebnis 2016e	4,9 Mio. Euro
Multiplikator auf Basis des Nettoergebnisses 2016e	12,0
Wert des Segments	58,5 Mio. Euro

**Bewertung des Segments Handel & Dienstleistung**

EBIT 2016e	0,7 Mio. Euro
Nettoergebnis 2016e	0,5 Mio. Euro
Multiplikator auf Basis des Nettoergebnisses 2016e	13,0
Wert des Segments	6,9 Mio. Euro

**Effekte aus der Konzernüberleitung**

EBIT 2016e	-1,1 Mio. Euro
Nettoergebnis 2016e	-0,8 Mio. Euro
Multiplikator auf Basis des Nettoergebnisses 2016e	5,0
Wert des Segments	-4,2 Mio. Euro

**Wert anhand der SOTP-Bewertung** **169,2 Mio. Euro**

Aktienanzahl 6,6 Mio. Stück

**Fairer Wert je Aktie** **25,77 Euro je Aktie**

Quelle: Eigene Schätzungen, Bloomberg

Anhang

MBB SE

Gewinn- und Verlustrechnung

Angaben in Mio. Euro	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>204,9</b>	<b>228,2</b>	<b>236,7</b>	<b>247,4</b>	<b>259,7</b>	<b>272,7</b>
Bestandsveränderung der unfertigen und fertigen Erzeugnisse	0,8	0,2	1,6	1,6	1,7	1,8
Auflösung passivischer Unterschiedsbetrag aus der Kapitalkonsolidierung	1,7	0,6	1,6	0,0	0,0	0,0
Erträge aus Entkonsolidierungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Erträge	4,6	3,1	2,9	3,1	3,2	3,4
<b>Gesamtleistung</b>	<b>211,9</b>	<b>232,0</b>	<b>242,8</b>	<b>252,0</b>	<b>264,6</b>	<b>277,9</b>
Materialaufwand	134,6	145,4	150,9	157,0	164,5	172,5
Personalaufwand	41,2	49,6	53,3	55,4	57,9	60,6
Sonstige betriebliche Aufwendungen	11,6	14,6	16,5	17,1	17,9	18,7
Verlust aus Entkonsolidierungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>24,6</b>	<b>22,4</b>	<b>22,0</b>	<b>22,6</b>	<b>24,5</b>	<b>26,0</b>
Abschreibungen	4,9	5,2	6,1	6,5	7,0	7,5
<b>EBIT</b>	<b>19,7</b>	<b>17,2</b>	<b>15,9</b>	<b>16,1</b>	<b>17,5</b>	<b>18,5</b>
Abschreibungen auf Wertpapiere	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Finanzergebnis	-1,5	-1,3	-1,5	-1,2	-1,0	-0,8
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	0,5	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-2,1	-1,9	-2,1	-1,9	-1,7	-1,5
<b>EBT</b>	<b>18,1</b>	<b>15,8</b>	<b>14,4</b>	<b>14,8</b>	<b>16,4</b>	<b>17,6</b>
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-3,9	-1,8	-0,5	-2,2	-2,5	-2,6
Sonstige Steuern	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
<b>Periodenergebnis</b>	<b>14,0</b>	<b>13,9</b>	<b>13,8</b>	<b>12,4</b>	<b>13,8</b>	<b>14,8</b>
Ergebnisanteil Minderheiten	-0,4	-0,4	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6
<b>Ergebnis aus fortgeführten Geschäftsbereichen</b>	<b>13,6</b>	<b>13,5</b>	<b>13,2</b>	<b>11,9</b>	<b>13,2</b>	<b>14,2</b>
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Konzernjahresüberschuss/-fehlbetrag</b>	<b>13,6</b>	<b>13,5</b>	<b>13,2</b>	<b>11,9</b>	<b>13,2</b>	<b>14,2</b>
Gewichtete Aktienanzahl (Mio. Stück)	6,5	6,5	6,6	6,6	6,6	6,6
Ergebnis je Aktie (Euro)	2,11	2,09	2,01	1,82	2,01	2,17
Dividende je Aktie (Euro)	0,50	0,55	0,57	0,60	0,62	0,65

Quelle: MBB; eigene Schätzungen

MBB SE

Gewinn- und Verlustrechnung (Positionen in % der Umsatzerlöse)

	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Bestandsveränderung der unfertigen und fertigen Erzeugnisse	0,4%	0,1%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
Auflösung passivischer Unterschiedsbetrag aus der Kapitalkonsolidierung	0,8%	0,3%	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%
Erträge aus Entkonsolidierungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige betriebliche Erträge	2,2%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>103,4%</b>	<b>101,7%</b>	<b>102,6%</b>	<b>101,9%</b>	<b>101,9%</b>	<b>101,9%</b>
Materialaufwand	65,7%	63,7%	63,8%	63,5%	63,3%	63,3%
Personalaufwand	20,1%	21,7%	22,5%	22,4%	22,3%	22,2%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	5,7%	6,4%	7,0%	6,9%	6,9%	6,9%
Verlust aus Entkonsolidierungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBITDA</b>	<b>12,0%</b>	<b>9,8%</b>	<b>9,3%</b>	<b>9,1%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,5%</b>
Abschreibungen	2,4%	2,3%	2,6%	2,6%	2,7%	2,8%
<b>EBIT</b>	<b>9,6%</b>	<b>7,5%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,8%</b>
Abschreibungen auf Wertpapiere	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Finanzergebnis	-0,7%	-0,6%	-0,6%	-0,5%	-0,4%	-0,3%
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-1,0%	-0,8%	-0,9%	-0,8%	-0,7%	-0,6%
<b>EBT</b>	<b>8,9%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,1%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,5%</b>
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-1,9%	-0,8%	-0,2%	-0,9%	-0,9%	-1,0%
Sonstige Steuern	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
<b>Periodenergebnis</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,1%</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,4%</b>
Ergebnisanteil Minderheiten	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
<b>Ergebnis aus fortgeführten Geschäftsbereichen</b>	<b>6,6%</b>	<b>5,9%</b>	<b>5,6%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,2%</b>
Ergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Konzernjahresüberschuss/-fehlbetrag</b>	<b>6,6%</b>	<b>5,9%</b>	<b>5,6%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,2%</b>

Quelle: MBB; eigene Schätzungen

**MBB SE**

**Bilanz**

Angaben in Mio. Euro	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Immaterielle Vermögensgegenstände	4,9	6,1	7,5	7,7	7,9	8,2
Sachanlagen	35,6	44,8	51,6	55,1	58,1	60,6
Finanzanlagen	5,1	7,1	9,6	10,0	10,5	11,1
<b>Langfristiges Vermögen</b>	<b>45,6</b>	<b>58,0</b>	<b>68,8</b>	<b>72,9</b>	<b>76,6</b>	<b>79,8</b>
Vorräte	18,4	18,0	20,2	21,7	22,8	23,9
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	43,4	50,2	51,7	54,2	56,9	59,8
Zur Veräußerung verfügbare finanzielle Vermögenswerte	10,4	11,7	11,8	11,8	11,8	11,8
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	29,9	36,7	37,4	42,4	50,5	60,1
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	<b>102,1</b>	<b>116,5</b>	<b>121,1</b>	<b>130,1</b>	<b>142,0</b>	<b>155,5</b>
Aktive latente Steuern	0,9	2,7	6,8	7,0	7,8	8,4
<b>Summe Aktiva</b>	<b>148,7</b>	<b>177,2</b>	<b>196,7</b>	<b>210,0</b>	<b>226,4</b>	<b>243,7</b>
Gezeichnetes Kapital	6,5	6,5	6,6	6,6	6,6	6,6
Kapitalrücklage	14,4	14,4	17,8	17,8	17,8	17,8
Gesetzliche Rücklage	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Gewinnrücklagen	34,2	44,0	50,6	58,8	68,1	78,2
Minderheitenanteile	2,3	2,9	3,5	4,0	4,6	5,2
<b>Eigenkapital</b>	<b>57,4</b>	<b>67,8</b>	<b>78,6</b>	<b>87,3</b>	<b>97,1</b>	<b>107,9</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	11,2	24,4	24,8	26,1	27,4	28,6
Sonstige Verbindlichkeiten	0,7	1,4	2,3	2,4	2,5	2,6
Rückstellungen für Pensionen	18,2	18,3	22,4	22,8	23,3	23,8
Sonstige Rückstellungen	4,2	1,3	0,7	0,7	0,8	0,8
Passive latente Steuern	3,5	2,8	3,3	3,3	3,7	4,0
<b>Langfristige Schulden</b>	<b>37,7</b>	<b>48,2</b>	<b>53,5</b>	<b>55,4</b>	<b>57,6</b>	<b>59,8</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	2,1	5,4	7,4	8,7	10,0	11,2
Erhaltene Anzahlungen	12,3	2,5	2,8	2,9	3,1	3,2
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	11,0	16,8	19,6	19,4	20,3	21,3
Sonstige Verbindlichkeiten	4,9	5,8	7,1	7,5	7,8	8,2
Rückstellungen mit Verbindlichkeitscharakter	11,2	8,0	8,2	8,6	9,0	9,5
Steuerrückstellungen	3,4	7,3	3,0	3,1	3,4	3,7
Sonstige Rückstellungen	8,6	15,4	16,5	17,2	18,1	19,0
<b>Kurzfristige Schulden</b>	<b>53,5</b>	<b>61,3</b>	<b>64,7</b>	<b>67,3</b>	<b>71,6</b>	<b>76,0</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>148,7</b>	<b>177,2</b>	<b>196,7</b>	<b>210,0</b>	<b>226,4</b>	<b>243,7</b>

Quelle: MBB; eigene Schätzungen

**MBB SE**

**Bilanz (Positionen in % der Bilanzsumme)**

	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Immaterielle Vermögensgegenstände	3,3%	3,4%	3,8%	3,7%	3,5%	3,4%
Sachanlagen	24,0%	25,3%	26,2%	26,2%	25,7%	24,9%
Finanzanlagen	3,4%	4,0%	4,9%	4,8%	4,7%	4,5%
<b>Langfristiges Vermögen</b>	<b>30,7%</b>	<b>32,7%</b>	<b>35,0%</b>	<b>34,7%</b>	<b>33,8%</b>	<b>32,7%</b>
Vorräte	12,4%	10,1%	10,3%	10,3%	10,1%	9,8%
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	29,2%	28,3%	26,3%	25,8%	25,1%	24,5%
Zur Veräußerung verfügbare finanzielle Vermögenswerte	7,0%	6,6%	6,0%	5,6%	5,2%	4,8%
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	20,1%	20,7%	19,0%	20,2%	22,3%	24,6%
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>	<b>68,7%</b>	<b>65,7%</b>	<b>61,6%</b>	<b>61,9%</b>	<b>62,7%</b>	<b>63,8%</b>
Aktive latente Steuern	0,6%	1,5%	3,5%	3,4%	3,4%	3,4%
<b>Summe Aktiva</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Gezeichnetes Kapital	4,3%	3,6%	3,4%	3,1%	2,9%	2,7%
Kapitalrücklage	9,7%	8,1%	9,0%	8,5%	7,9%	7,3%
Gesetzliche Rücklage	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gewinnrücklagen	23,0%	24,8%	25,7%	28,0%	30,1%	32,1%
Minderheitenanteile	1,6%	1,6%	1,8%	1,9%	2,0%	2,1%
<b>Eigenkapital</b>	<b>38,6%</b>	<b>38,3%</b>	<b>39,9%</b>	<b>41,6%</b>	<b>42,9%</b>	<b>44,3%</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	7,6%	13,8%	12,6%	12,4%	12,1%	11,7%
Sonstige Verbindlichkeiten	0,5%	0,8%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%
Rückstellungen für Pensionen	12,2%	10,3%	11,4%	10,9%	10,3%	9,7%
Sonstige Rückstellungen	2,8%	0,7%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%
Passive latente Steuern	2,3%	1,6%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%
<b>Langfristige Schulden</b>	<b>25,4%</b>	<b>27,2%</b>	<b>27,2%</b>	<b>26,4%</b>	<b>25,5%</b>	<b>24,5%</b>
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	1,4%	3,0%	3,8%	4,1%	4,4%	4,6%
Erhaltene Anzahlungen	8,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	7,4%	9,5%	10,0%	9,2%	9,0%	8,7%
Sonstige Verbindlichkeiten	3,3%	3,3%	3,6%	3,6%	3,5%	3,4%
Rückstellungen mit Verbindlichkeitscharakter	7,6%	4,5%	4,2%	4,1%	4,0%	3,9%
Steuerrückstellungen	2,3%	4,1%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Sonstige Rückstellungen	5,8%	8,7%	8,4%	8,2%	8,0%	7,8%
<b>Kurzfristige Schulden</b>	<b>36,0%</b>	<b>34,6%</b>	<b>32,9%</b>	<b>32,1%</b>	<b>31,6%</b>	<b>31,2%</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Quelle: MBB; eigene Schätzungen



**MBB SE**

**Kapitalflussrechnung**

Angaben in Mio. Euro	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>EBIT</b>	<b>19,7</b>	<b>17,2</b>	<b>15,9</b>	<b>16,1</b>	<b>17,5</b>	<b>18,5</b>
Abschreibungen auf Gegenstände des Anlagevermögens	4,9	5,2	6,1	6,5	7,0	7,5
Veränderung der Rückstellungen	3,2	1,8	1,3	1,7	2,1	2,1
Ertrag/Verlust aus der Entkonsolidierung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ertrag aus der Erstkonsolidierung	-1,7	-0,6	-1,6	0,0	0,0	0,0
Verluste/Gewinne aus Anlageabgängen	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungswirksame Erträge/Aufwendungen	0,1	-0,2	-0,5	-0,5	-0,4	0,0
<b>Cash Earnings</b>	<b>25,9</b>	<b>23,1</b>	<b>21,2</b>	<b>23,7</b>	<b>26,1</b>	<b>28,2</b>
Veränderung der Vorräte, Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie anderer Aktiva	-1,9	-5,2	-3,9	-4,0	-3,8	-4,0
Veränderung der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie anderer Passiva	-3,4	-4,5	5,1	0,2	1,4	1,5
<b>Veränderung des Working Capitals</b>	<b>-5,3</b>	<b>-9,8</b>	<b>1,2</b>	<b>-3,8</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,4</b>
Gezahlte Ertragsteuern	-1,3	-1,3	-8,5	-6,0	-6,6	-7,2
Erhaltene Zinsen	0,5	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8
<b>Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit</b>	<b>19,9</b>	<b>12,7</b>	<b>14,6</b>	<b>14,7</b>	<b>17,9</b>	<b>19,3</b>
Auszahlungen für Investitionen in das immaterielle Anlagevermögen	-0,6	-0,9	-0,5	-1,0	-1,1	-1,1
Auszahlung für Investitionen in das Sachanlagevermögen	-12,7	-11,9	-11,6	-10,0	-10,0	-10,0
Auszahlungen für Investitionen in das Finanzanlagevermögen	0,1	-0,3	0,4	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen in zur Veräußerung gehaltene Finanzanlagen und WP	0,3	-3,3	-2,9	0,4	0,5	0,5
Einzahlungen aus Sachanlageabgängen	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb Unterbeteiligung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verkauf/Erwerb von konsolidierten Unternehmen	-13,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Cashflow aus der Investitionstätigkeit</b>	<b>-26,0</b>	<b>-16,2</b>	<b>-14,7</b>	<b>-10,7</b>	<b>-10,6</b>	<b>-10,7</b>
Gewinnausschüttung an Gesellschafter	-2,8	-3,2	-3,7	-3,7	-3,9	-4,1
Erwerb/Verkauf eigener Anteile	-1,0	0,0	3,5	3,5	3,5	3,5
Einzahlungen aus der Aufnahme von Finanzkrediten	0,0	15,9	7,1	7,1	7,1	7,1
Auszahlungen für die Tilgung von Finanzkrediten	-3,3	-1,2	-4,6	-4,6	-4,6	-4,6
Zinsauszahlungen	-1,6	-1,2	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0
<b>Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-8,7</b>	<b>10,3</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>
<b>Zahlungswirksame Veränderung des Finanzmittelbestands</b>	<b>-14,9</b>	<b>6,8</b>	<b>0,7</b>	<b>5,0</b>	<b>8,2</b>	<b>9,6</b>
Währungsbedingte Änderungen des Finanzmittelbestands	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Änderungen des Konsolidierungskreises	29,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzmittelfonds am Anfang der Periode	15,6	29,9	36,7	37,4	42,4	50,5
<b>Finanzmittelfonds am Ende der Periode</b>	<b>29,9</b>	<b>36,7</b>	<b>37,4</b>	<b>42,4</b>	<b>50,5</b>	<b>60,1</b>

Quelle: MBB; eigene Schätzungen

**MBB SE**

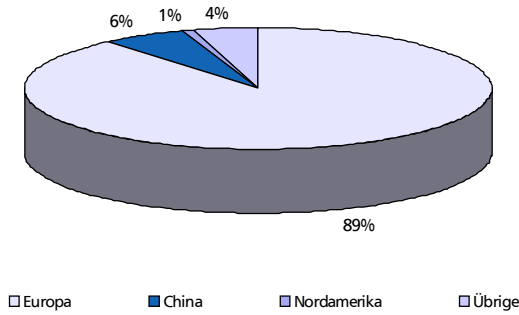
**Kennzahlen**

	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Wachstumsanalyse</b>						
Umsatzwachstum	86,9%	11,4%	3,7%	4,5%	5,0%	5,0%
Wachstum Gesamtleistung	86,7%	9,5%	4,7%	3,8%	5,0%	5,0%
EBITDA-Wachstum	165,8%	-8,8%	-1,5%	2,4%	8,3%	6,4%
EBIT-Wachstum	247,0%	-12,6%	-7,4%	0,7%	8,7%	6,0%
EBT-Wachstum	294,5%	-12,7%	-9,2%	3,0%	10,8%	7,6%
EPS-Wachstum	316,5%	-0,9%	-3,7%	-9,6%	10,8%	7,6%
<b>Margenanalyse</b>						
EBITDA-Marge	12,0%	9,8%	9,3%	9,1%	9,4%	9,5%
EBIT-Marge	9,6%	7,5%	6,7%	6,5%	6,7%	6,8%
EBT-Marge	8,9%	6,9%	6,1%	6,0%	6,3%	6,5%
Nettomarge	6,6%	5,9%	5,6%	4,8%	5,1%	5,2%
<b>Renditeanalyse</b>						
ROI	11,6%	8,3%	7,1%	5,9%	6,1%	6,1%
ROCE	23,3%	16,4%	14,0%	11,4%	11,7%	11,8%
ROE	27,6%	22,4%	18,9%	15,1%	15,0%	14,6%
ROIC	18,9%	14,3%	12,2%	9,7%	9,6%	9,4%
<b>Bilanzanalyse</b>						
Eigenkapitalquote	38,6%	38,3%	39,9%	41,6%	42,9%	44,3%
Anlagendeckung I	125,8%	117,0%	114,2%	119,7%	126,8%	135,2%
Anlagendeckung II	208,5%	200,0%	192,0%	195,8%	202,1%	210,1%
Anlagenintensität	30,7%	32,7%	35,0%	34,7%	33,8%	32,7%
Vorratsumschlag	12,9	12,6	12,4	11,8	11,7	11,7
Debitorenumschlag	16,2	12,0	11,5	11,5	11,5	11,5
Debitorenlaufzeit/-ziel (in Tagen)	22,6	30,3	31,8	31,7	31,6	31,6
Working Capital / Umsatz	11,8%	17,7%	19,2%	19,3%	19,6%	19,6%
Kreditorenlaufzeit/-ziel (in Tagen)	25,7	34,9	44,1	45,3	44,0	43,9
<b>Verschuldung</b>						
Nettoverschuldung (Mio. Euro)	-31,5	-25,7	-26,5	-29,4	-35,5	-43,0
Nettoverschuldung / EBITDA	-1,3	-1,1	-1,2	-1,3	-1,5	-1,7
Net Gearing	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4
Zinsdeckungsgrad (EBITDA)	11,9	11,7	10,3	11,9	14,4	17,4
Zinsdeckungsgrad (EBIT)	9,5	9,0	7,4	8,5	10,3	12,3
<b>Cashflow-Analyse</b>						
Free Cashflow (FCF; Mio. Euro)	6,6	-0,1	2,5	3,7	6,8	8,2
FCF / Umsatz	3,2%	0,0%	1,0%	1,5%	2,6%	3,0%
FCF / Jahresüberschuss	48,3%	-0,8%	18,7%	31,0%	51,7%	57,7%
FCF je Aktie (Euro)	1,02	-0,02	0,38	0,56	1,04	1,25
FCF Yield	10,3%	-0,1%	1,6%	2,2%	4,1%	4,9%
Capex (Mio. Euro)	13,3	12,8	12,1	11,0	11,1	11,1
Capex / Abschreibungen	273,3%	247,1%	198,3%	168,8%	157,8%	147,5%
Capex / Umsatz	6,5%	5,6%	5,1%	4,4%	4,3%	4,1%
<b>Bewertungsmultiplikatoren</b>						
EV / Umsatz	0,2	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5
EV / EBITDA	1,3	4,7	5,9	6,1	5,4	4,7
EV / EBIT	1,6	6,1	8,2	8,5	7,5	6,7
EV / FCF	4,9	neg.	52,8	37,1	19,2	15,1
KGV	4,7	9,7	11,9	14,0	12,6	11,7
KBV	1,1	1,9	2,0	1,9	1,7	1,5
KUV	0,3	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6
Dividendenrendite	5,1%	2,7%	2,4%	2,4%	2,4%	2,6%

Quelle: MBB; eigene Schätzungen

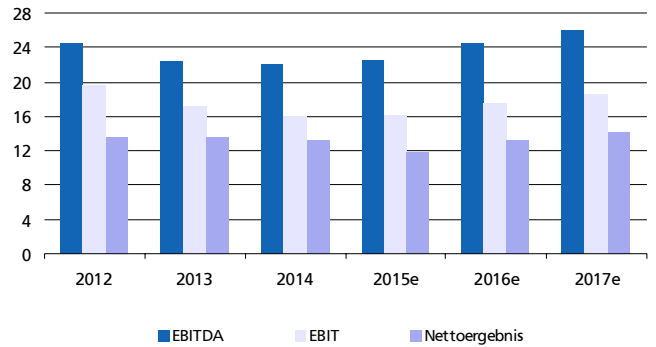
1)2)3)4)6) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments**

Umsatz nach Regionen (2014)



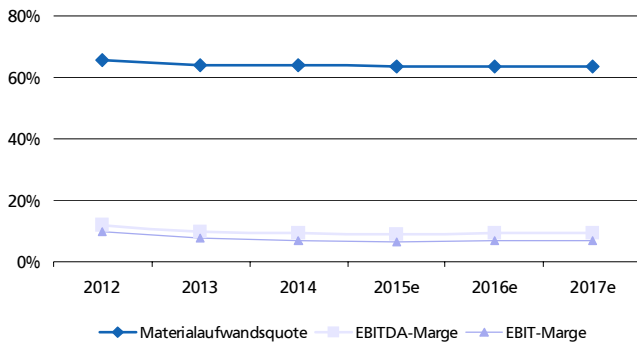
- ⇒ Deutsche bzw. europäische Abnehmer dominant mit Umsatzanteil von 89%; Abnehmer zumeist Zulieferer, daher Umsatzabgrenzung erschwert (Auslandsanteil)
- ⇒ Direkter Umsatzanteil des chinesischen Marktes von derzeit 6%

Ergebnisentwicklung (Mio. Euro)



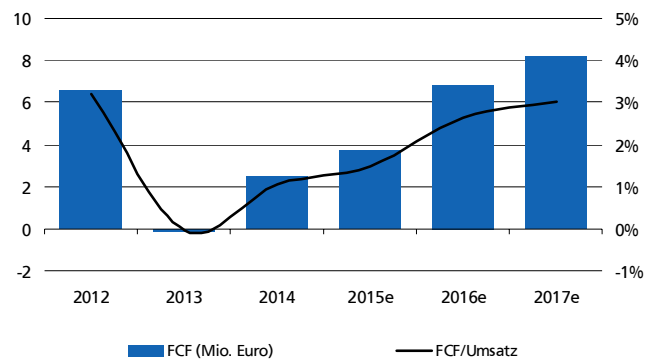
- ⇒ Kontinuierliches Wachstum seit der Unternehmensgründung; stagnierendes Ergebnis nach Rekordjahr 2012 (Peak Sales bei mit Abstand größter Beteiligung MFT)
- ⇒ CAGR EBITDA 2009-2017e: +16%; CAGR EBIT 2009-2017e: +18%

Margenentwicklung



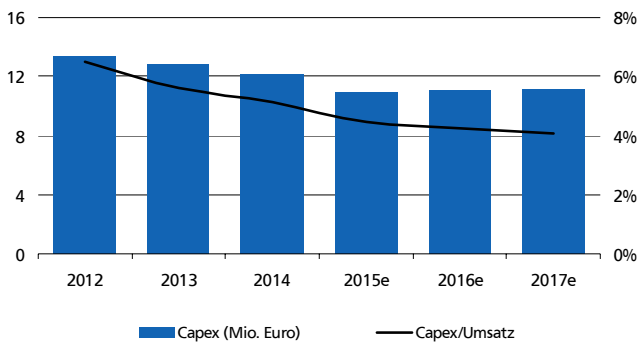
- ⇒ EBITDA-Marge in der Bandbreite von 9% bis 10% - bis auf Rekordjahr 2012 mit EBITDA-Marge von 12,0%
- ⇒ EBITDA-Marge 2015e: 9,1%; EBIT-Marge 2015e: 6,5%

Cashflow-Analyse



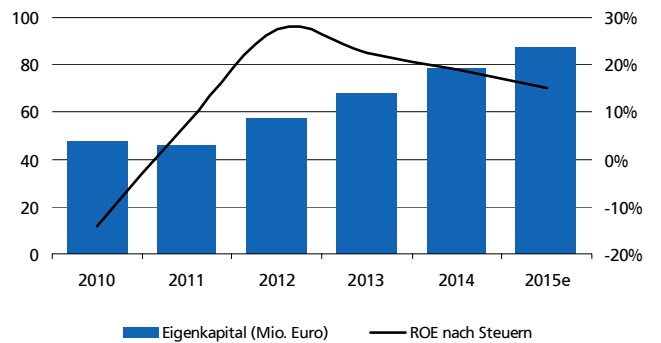
- ⇒ 2014 mit Free Cashflow von 2,5 Mio. Euro - trotz unverändert hoher Investitionen von 12 Mio. Euro
- ⇒ Free Cashflow 2015e: 3,7 Mio. Euro (dabei Capex von 11 Mio. Euro erwartet)

Capex-Analyse



- ⇒ Investitionen von 12 Mio. Euro im Jahr 2014; u.a. Erweiterungsinvestitionen bei Beteiligung Hanke Tissue am polnischen Stammsitz (neue Papiermaschine)
- ⇒ Mit etwa 4%-7% des Konzernumsatzes kein Capex-intensives Geschäftsmodell

ROE-Analyse



- ⇒ Hohes Renditeniveau trotz vergleichsweise hohen Gewinnthesaurierungen (Ausschüttungsquote von rund 30% (GESCO: 40%))
- ⇒ ROE 2015e: 15%; ROE 2016e: 15%; ROE 2017e: 15%

Quelle: MBB; eigene Schätzungen

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

## 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 50<sup>SM</sup>). 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: 08.06.2015 -**

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: 08.06.2015

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

**Zuständige Aufsichtsbehörden:**  
Europäische Zentralbank  
Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn  
und  
Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main

<sup>1)2)3)4)6)</sup> 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.

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