

CROSS Industries AG

Bewertungsgutachten zum 31. Dezember 2014

Streng vertraulich und persönlich



Wichtiger Hinweis

Dieser Bericht wurde unter den in Abschnitt „Auftrag und Auftragsdurchführung“ getroffenen Annahmen und Einschränkungen erstellt. Der Bericht wurde für den Vorstand der Pierer Industrie AG erstellt und darf ohne schriftliche Zustimmung von Deloitte nicht an Dritte weitergegeben werden.

Bei der Summierung von gerundeten Beträgen und Prozentangaben sowie bei Währungsumrechnungen können durch Verwendung automatischer Rechenhilfen rundungsbedingte Rechendifferenzen auftreten. Prozentuelle Abweichungen größer/kleiner +/-999% werden aus Gründen der Übersichtlichkeit nicht dargestellt.

Abschnitt	Seite
Inhaltsverzeichnis	3
Executive Summary	7
Bewertungsobjekt	10
Bewertungsobjekt – KTM AG	18
Bewertungsobjekt – WP	29
Bewertungsobjekt – Pankl Racing Systems AG	38
Bewertungsobjekt – Wethje Gruppe	49
Bewertungsobjekt – Durmont Teppichbodenfabrik GmbH	53
Bewertungsobjekt – CIAG	57
Bewertungsobjekt – PF Beteiligungsverwaltungs GmbH	63
Bewertungsmethodik	65
Bewertungsergebnisse	83
Appendix	98

Mag. Nikolaus Schaffer
 Partner
 Telefon: +431537002400
 Mobil: +43664805372400
 Email: nschaffer@deloitte.at

Mag. Bernhard Hudernik
 Partner
 Telefon: +431537002720
 Mobil: +43664805372720
 Email: bhudernik@deloitte.at

An die
Pierer Industrie AG
Edisonstraße 1
4600 Wels

Projekt „Independence“

Sehr geehrter Herr Mag. Roithner,

die Pierer Industrie AG, mit Sitz in 4600 Wels, Edisonstraße 1, FN 290677t (im Folgenden „PIAG“ oder „Auftraggeberin“), hat Deloitte Financial Advisory GmbH (im Folgenden „Deloitte FA“) mit Auftragschreiben vom 8. Oktober 2014 beauftragt, einen objektivierten Unternehmenswert der

CROSS Industries AG

(im Folgenden „CIAG“ oder „Bewertungsobjekt“).

zu ermitteln.

Auftrag und Auftragsdurchführung

Bewertungsanlass und Bewertungszweck

Jede Bewertung ist stets im Lichte des jeweiligen Bewertungsanlasses und -zwecks zu sehen, da unterschiedliche Bewertungsanlässe und -zwecke auch zu unterschiedlichen Ergebnissen führen können.

Bewertungsanlass ist die geplante Verschmelzung des Bewertungsobjektes als übertragende Gesellschaft auf die BF Holding AG als übernehmende Gesellschaft. Die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft sollen durch Ausgabe junger Aktien gemäß § 223 Aktiengesetz entsprechend dem Wert der übertragenden Gesellschaft abgefunden werden. Im Rahmen der Transaktion bedarf es, insbesondere im Zusammenhang mit der Festlegung des Umtauschverhältnisses, einer Bewertung des zu übertragenden Vermögens der CIAG, welches im Wesentlichen aus unmittelbaren und mittelbaren Beteiligungen besteht (im Folgenden „CROSS Gruppe“).

Als Bewertungszweck soll eine objektivierter Unternehmenswertbandbreite in Anlehnung an das österreichische Fachgutachten KFS/BW1 des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation des Instituts für Betriebswirtschaft, Steuerrecht und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder ermittelt werden.

Der objektivierter Unternehmenswert wird gemäß KFS/BW1 unter typisierenden Annahmen mit Hilfe eines Diskontierungsverfahrens ermittelt. Er repräsentiert jenen Unternehmenswert, der sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen und -risiken, der finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie der sonstigen Einflussfaktoren ergibt.

In diesem Zusammenhang möchten wir insbesondere darauf hinweisen, dass in einer möglichen Transaktion der tatsächlich erzielbare Kaufpreis signifikant von der in diesem Bericht ermittelten objektivierter Unternehmenswertbandbreite abweichen kann. Dies kann insbesondere auf unterschiedlichen Motivationen der beteiligten Parteien, ihrer jeweiligen Verhandlungsstärke, der Transaktionsstruktur sowie anderen transaktionsspezifischen Faktoren, wie Markteintritts- und Kontrollprämien, beruhen.

Funktion von Deloitte FA

Deloitte FA soll als neutraler Gutachter im Rahmen einer gutachterlichen Bewertung eine objektivierter Unternehmenswertbandbreite des Bewertungsobjektes ermitteln.

Bewertungsstichtag

Bewertungsstichtag ist auftragsgemäß der 31. Dezember 2014.

Auftragsdurchführung

Die Auftragsdurchführung erfolgte unter der Leitung unserer Partner Mag. Bernhard Hudernik und Mag. Nikolaus Schaffer im Zeitraum Oktober 2014 bis März 2015.

Der Bewertung wurden im Wesentlichen folgende Unterlagen und Informationsquellen zugrunde gelegt:

- Konsolidierte Planung auf Basis IFRS der KTM AG bestehend aus Gewinn- und Verlustrechnung und Bilanz für die Jahre 2015 bis 2020
- Konsolidierte Planung auf Basis IFRS der WP AG bestehend aus Gewinn- und Verlustrechnung und Bilanz für die Jahre 2015 bis 2020
- Konsolidierte Planung auf Basis IFRS der Pankl Racing Systems AG bestehend aus Gewinn- und Verlustrechnung und Bilanz für die Jahre 2015 bis 2019
- Jahres- und/oder Konzernabschlüsse der KTM AG, WP AG, Pankl Racing Systems AG, Wethje Holding GmbH, Durmont Teppichbodenfabrik GmbH sowie der Cross Industries AG
- Kauf- und Optionsvertrag über den Verkauf eines Mehrheitsanteils an der Wethje Holding GmbH aus Juli 2014
- Unverbindliches Term Sheet über den beabsichtigten Verkauf eines Mehrheitsanteils an der Durmont Teppichbodenfabrik GmbH aus Jänner 2015
- Diverse Eingaben in Zusammenhang mit einem laufenden Rechtsstreit der PF Beteiligungsverwaltungs GmbH als beklagter Partei
- Weiterführende Unterlagen, insbesondere zu den Planungen

Des Weiteren standen uns für Auskünfte folgende Personen als primäre Ansprechpartner zur Verfügung:

- Mag. Günther Edelbauer, Head of Group Controlling, CIAG
- Mag. Hannes Haunschmid, Vorstand, WP AG
- Mag. Andreas Krifka, Prokurist, Durmont Teppichbodenfabrik GmbH
- Mag. Wolfgang Plasser, Vorstand, Pankl Racing Systems AG
- Mag. Friedrich Roithner, Vorstand, CIAG
- Mag. Viktor Sigl, Vorstand, KTM AG

Vollständigkeitserklärungen

Vor Abschluss unserer Arbeiten haben uns der Vorstand der PIAG sowie der Vorstand der CIAG durch Unterfertigung einer Vollständigkeitserklärung, die wir zu unseren Akten genommen haben, dokumentiert, dass uns nach ihrer Meinung all jene Unterlagen zur Verfügung gestellt wurden, die für die Ermittlung des Unternehmenswertes wesentlich sind

und weiters, dass die ergänzenden mündlichen Auskünfte die erwartete zukünftige Entwicklung des Bewertungsobjekts zum Bewertungsstichtag widerspiegeln.

Berichtsweitergabe

Wir haben unsere Untersuchungen und Feststellungen im Zusammenhang mit unseren Leistungen in unseren Arbeitspapieren festgehalten. Über das Ergebnis unserer Arbeiten informieren wir Sie, unseren Auftraggeber, in schriftlicher Form durch diesen gutachterlichen Bericht (im Folgenden „Bericht“). Bei den Unternehmen der CROSS Gruppe handelt es sich teilweise um börsennotierten Gesellschaften, denen durch die Veröffentlichung dieses Berichts kein Wettbewerbsnachteil entstehen soll, weshalb dieser Bericht aus Vertraulichkeitsüberlegungen in zwei Versionen ausgefertigt wird:

- eine „öffentliche Version“ wird gemäß § 221a AktG mindestens während eines Monats vor dem Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung am 22. April 2015 (somit spätestens ab 20. März 2015) am Sitz der Gesellschaft zur Einsicht der Aktionäre und gemäß § 221a Abs 5 AktG in der Hauptversammlung aufliegen;
- eine „Vollversion“ enthält auch jene Angaben, die nach Meinung des Vorstandes der PIAG und des Vorstandes der CIAG nach vernünftiger unternehmerischer Beurteilung geeignet sind, der PIAG, der CIAG oder einem verbundenen Unternehmen einen erheblichen Nachteil zuzufügen und daher nach § 118 Abs 3 AktG nicht zur Offenlegung oder Weitergabe an Dritte bestimmt sind.

Der Bericht ist ausschließlich für Ihre interne Verwendung und nicht zur Weitergabe an andere Adressaten bestimmt. Die interne Verwendung der „öffentlichen Version“ des Berichts umfasst auch die Einsichtnahme durch die Aktionäre der CIAG, sowie der BF HOLDING AG während eines Monats vor dem Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung am 22. April 2015 (somit spätestens ab 20. März 2015) am Sitz der Gesellschaft, die Einsichtnahme durch die Aktionäre während der kommenden Hauptversammlung, die Veröffentlichung auf der HomeSeite sowie die Verwendung im Verschmelzungsbericht.

Darüber hinaus ist der Bericht nicht zur Veröffentlichung, zur Vervielfältigung oder zur Verwendung für einen anderen als den oben genannten Zweck bestimmt.

Der Bericht darf, soweit dies nicht auf Grund der oben angeführten zwingenden gesetzlichen Verpflichtungen in Österreich erfolgt, nicht an Dritte weitergegeben, zur Kenntnis vorgelegt oder referenziert werden, ohne dazu vorweg die schriftliche Zustimmung von Deloitte FA einzuholen. Vor Weitergabe des Berichts an Dritte sind Sie als Auftraggeber verpflichtet, mit dem(n) betreffenden Dritten schriftlich zu vereinbaren, dass die im Auftragsbestätigungsschreiben vom 8. Oktober 2014 vereinbarten Haftungsregelungen auch für mögliche Ansprüche des(r) Dritten uns gegenüber gelten sollen.

Haftung

Für die Durchführung unseres Auftrages und unsere Verantwortlichkeit sind, auch im Verhältnis zu Dritten, die Allgemeinen Geschäftsbedingungen der Deloitte Financial Advisory GmbH (siehe Appendix 1) in der jeweils geltenden Fassung maßgeblich. Soweit andere als der Auftraggeber sich uns gegenüber auf die in diesem Bericht getroffenen Feststellungen berufen wollen, weil sie ganz oder teilweise mit oder ohne unsere Zustimmung von diesem Bericht Kenntnis bekommen haben, anerkennen sie diese Haftungsbegrenzung und im Übrigen auch die sonstigen Regelungen der dem Bericht beigefügten Allgemeinen Geschäftsbedingungen auch für alle ihnen uns gegenüber möglicherweise aus dieser Kenntnisnahme entstehenden Ansprüche.

Der vorliegende Bericht fasst die in unsere Bewertungsarbeiten eingeflossenen Daten und Annahmen nur in einem eingeschränkten Umfang zusammen. Eine vollständige und umfassende Dokumentation sämtlicher in unseren Arbeiten berücksichtigten Informationen befindet sich in unseren Arbeitspapieren. Die Ausführungen im vorliegenden Bericht spiegeln daher die spezifischen Informationsbedürfnisse des Auftraggebers unter Berücksichtigung des Bewertungszwecks wider.

Unsere Tätigkeit ist in erster Linie eine beratende Tätigkeit, das heißt eine Auskunftserteilung über wirtschaftliche Sachverhalte. Wir verantworten daher keinen wirtschaftlichen Erfolg. Die Beurteilung unternehmerischer Zweckmäßigkeit und Wirtschaftlichkeit und die Entscheidung über die unternehmerische Umsetzung unseres Beratungsergebnisses liegen allein beim Auftraggeber. Wir haften daher auch nicht für Einbußen bei entsprechenden Kapitalinvestitionen.

Insbesondere weisen wir darauf hin, dass der Umfang unserer Untersuchungen und Arbeiten keine Prüfung entsprechend den Grundsätzen ordnungsmäßiger Durchführung von Abschlussprüfungen (oder eine prüferische Durchsicht) darstellt und wir daher keinen Bestätigungsvermerk (review clearance/opinion) in Bezug auf die in unseren Berichten dargestellten Finanz- und anderen Daten erteilen können und werden.

Wir gehen davon aus, dass die PIAG sowie die CIAG sämtliche rechtlichen Rahmenbedingungen einhalten und einhalten werden. Wir weisen darauf hin, dass wir uns diesbezüglich auf die Angaben der PIAG sowie CIAG verlassen müssen und keine rechtlichen Due Diligence Prüfungen durchgeführt haben.

Wir weisen des Weiteren darauf hin, dass die PIAG sowie die CIAG für die Aufstellung und die Darlegung der Prognose- bzw. Planungsannahmen verantwortlich zeichnen und dafür, dass alle der Planungsrechnung zugrunde liegenden Prämissen und alle wichtigen Daten und Angaben richtig, vollständig und willkürfrei ermittelt worden sind. Wir können und werden keine Verantwortung für den Eintritt der in der Planungsrechnung unterstellten Annahmen und Ergebnisse und/oder die durchzuführenden Maßnahmen sowie für das Ergebnis der unternehmerischen Tätigkeit übernehmen. Die Planungsverantwortung ist allein eine solche der PIAG sowie der CIAG. Unsere Haftung und Verantwortung beschränkt sich insoweit auf die bei kritischer Würdigung und Beurteilung anzuwendende berufsübliche Sorgfalt.

Abschließend sei noch darauf hingewiesen, dass eine Unternehmensbewertung ganz wesentlich von Annahmen hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung des Bewertungsobjekts abhängt. Hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung ist darauf hinzuweisen, dass üblicherweise Differenzen zwischen prognostizierten bzw. geplanten und tatsächlich realisierten Werten auftreten, da Ereignisse und Umstände häufig nicht wie erwartet eintreten und diese Differenzen materiell sein können. Naturgemäß können diese Differenzen in Zeiten instabiler wirtschaftlicher Verhältnisse größer sein als in Zeiten stabiler wirtschaftlicher Verhältnisse.

Mit freundlichen Grüßen



Deloitte Financial Advisory GmbH

Wien, am 16. März 2015

Abschnitt	Seite	Executive Summary	Seite
Inhaltsverzeichnis	3	Überblick	8
Executive Summary	7		
Bewertungsobjekt	10		
Bewertungsobjekt – KTM AG	18		
Bewertungsobjekt – WP	29		
Bewertungsobjekt – Pankl Racing Systems AG	38		
Bewertungsobjekt – Wethje Gruppe	49		
Bewertungsobjekt – Durmont Teppichbodenfabrik GmbH	53		
Bewertungsobjekt – CIAG	57		
Bewertungsobjekt – PF Beteiligungsverwaltungs GmbH	63		
Bewertungsmethodik	65		
Bewertungsergebnisse	83		
Appendix	98		

Executive Summary

Abschnitt	Findings
CROSS Industries AG	<ul style="list-style-type: none">Die Pierer Industrie AG, hat Deloitte Financial Advisory GmbH mit Auftragschreiben vom 8. Oktober 2014 beauftragt, einen objektivierten Unternehmenswert der CROSS Industries AG zu ermitteln. Die Ermittlung der Wertbandbreite der CROSS Industries AG basiert auf einer Sum-of-the-parts-Betrachtung, d.h. der Wert der Gruppe ergibt sich aus der Summe der einzelnen Beteiligungen. Das Beteiligungsportfolio der CROSS Industries AG umfasst zum Bewertungsstichtag 31. Dezember 2014 fünf operative Gesellschaften in Österreich und Deutschland. Das Produktportfolio ist vorwiegend auf den Zweirad- sowie den automotiven Nischenbereich (Leichtbau und High Performance) ausgerichtet. Der objektivierte Wert für 100% des Eigenkapitals der CROSS Industries AG liegt per 31. Dezember 2014 in einer Bandbreite von MEUR 311,0 bis 381,2. Ausgehend von den jeweils ermittelten Einzelwerten ergibt sich hieraus ein rechnerischer Wert von MEUR 344,4. Basierend auf einer Aktienanzahl von 1.332.000 liegt der Wert pro Aktie in einer Bandbreite von EUR 233,5 bis EUR 286,2. Ausgehend von den jeweils ermittelten Einzelwerten ergibt sich hieraus ein rechnerischer Wert pro Aktie von rd. EUR 258,5.
KTM	<ul style="list-style-type: none">Zum Bewertungsstichtag hält die CROSS Industries AG mit insgesamt 51,18% einen Mehrheitsanteil an der KTM AG. Der zweite Großaktionär ist die indische Bajaj Auto International Holdings B.V., zweitgrößter Hersteller von Zweirädern in Indien. KTM ist auf die Produktion und Entwicklung von rennsporttauglichen Offroad- und Street-Motorrädern spezialisiert. Die Planung wurde im Hinblick auf Geschäftsfeld und historische Entwicklung analysiert, die Planungsprämissen sind nachvollziehbar. Umfangreiche Sensitivitätsanalysen zeigen den objektivierten Wert für 100% des Eigenkapitals der KTM zum 31. Dezember 2014 in einer Bandbreite von MEUR 646,2 bis MEUR 743,2 und somit für den 51,18% Anteil der CROSS Gruppe in einer Bandbreite von MEUR 330,7 bis MEUR 380,4.
WP	<ul style="list-style-type: none">Die WP ist als Zulieferer auf die Entwicklung, Herstellung und Vertrieb von Federungskomponenten, Auspuffanlagen, Rahmen und Kühlsystemen für Zweiräder spezialisiert. Vor allem durch Akquisitionen konnte die WP ihre Umsatzerlöse in den vergangenen vier Jahren mehr als verdoppeln. Mehr als 80% ihres Umsatzes macht die WP mit Unternehmen der CROSS Gruppe. Die Planung wurde im Hinblick auf Geschäftsfeld und historische Entwicklung analysiert, die Planungsprämissen sind nachvollziehbar. Umfangreiche Sensitivitätsanalysen zeigen den objektivierten Wert für 100% des Eigenkapitals der WP zum 31. Dezember 2014 in einer Bandbreite von MEUR 74,9 bis MEUR 86,7 und somit für den 90,00% Anteil der CROSS Gruppe in einer Bandbreite von MEUR 67,5 bis MEUR 78,0.
Pankl	<ul style="list-style-type: none">Zum Bewertungsstichtag ist die CROSS Industries AG mit einem Anteil von 51,13% der Mehrheitsaktionär der Pankl Gruppe. Die Pankl Gruppe selbst hält direkte Beteiligungen an sechs weiteren Gesellschaften. Die Geschäftsaktivitäten der Pankl konzentrieren sich auf Nischenmärkte und unterteilen sich in die drei Bereiche „Racing“, „High-Performance“ und „Aerospace“. Mit den Standorten in Österreich, Deutschland, Großbritannien, USA, Japan und der Slowakei werden die Kunden weltweit beliefert. Die Planung wurde im Hinblick auf Geschäftsfeld und historische Entwicklung analysiert, die Planungsprämissen sind nachvollziehbar. Umfangreiche Sensitivitätsanalysen zeigen den objektivierten Wert für 100% des Eigenkapitals der Pankl zum 31. Dezember 2014 in einer Bandbreite von MEUR 115,1 bis MEUR 134,6 und somit für den 51,13% Anteil der CROSS Gruppe in einer Bandbreite von MEUR 58,9 bis MEUR 68,8.

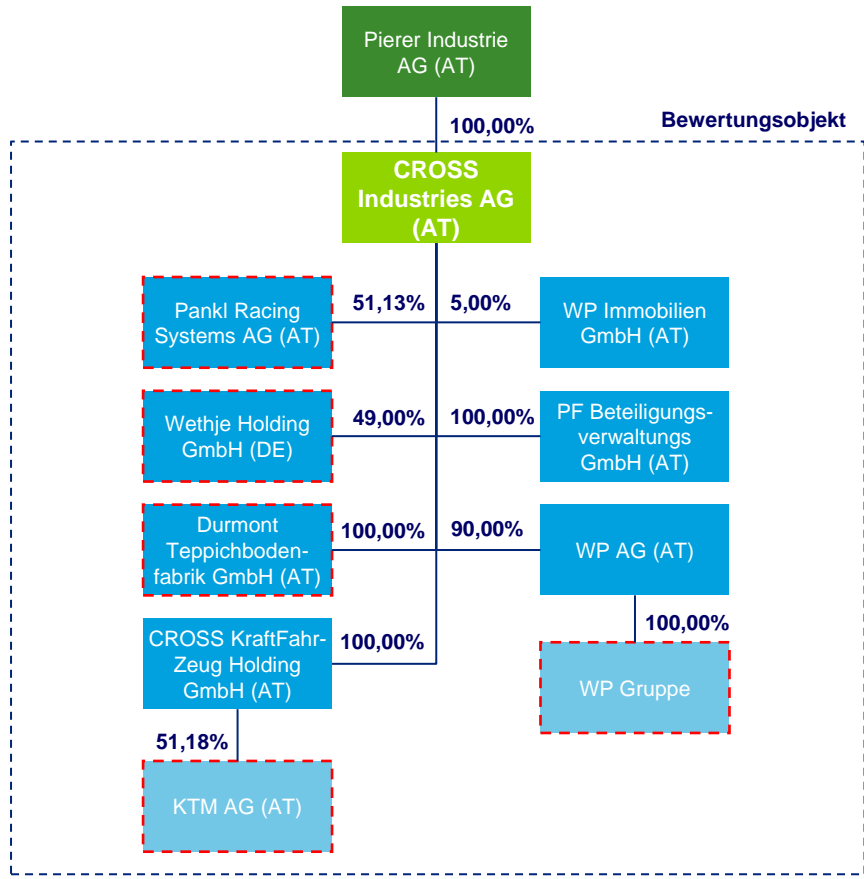
Executive Summary

Abschnitt	Findings
Wethje	<ul style="list-style-type: none">Die in Bayern ansässige Wethje ist auf die Entwicklung, Konstruktion und Fertigung von Leichtbauteilen aus Carbon für den automobilen High-Performance-Bereich spezialisiert. Die CROSS Industries AG kaufte im Jahr 2007 von den Unternehmensgründern der Wethje eine 74%-Beteiligung und übernahm die Gruppe im Jahr 2010 vollständig. Im zweiten Halbjahr 2014 wurden 51% an die zum Mitsubishi-Konzern gehörende MRC Europe GmbH veräußert. Zum 31. Dezember 2014 standen rd. 49% des Eigenkapitals der Wethje-Gruppe im Eigentum der CROSS Industries AG. Auf Basis der im Oktober 2014 mit Mitsubishi abgeschlossenen Transaktion sowie der bestehenden Optionsvereinbarung ergibt sich der objektivierte Wert für 100% des Eigenkapitals der Wethje in einer Höhe von MEUR 16,0 und somit für den 49,0% Anteil der CIAG von MEUR 7,8.
Durmont	<ul style="list-style-type: none">Die in der Steiermark ansässige Durmont stellt als Zulieferer im Automobilbereich Teppichprodukte her und exportiert den überwiegenden Teil ihrer Erzeugnisse nach Europa. Die Durmont befand sich zuletzt bis Jänner 2011 in einem Insolvenzverfahren und wurde im selben Jahr von der CROSS Industries AG übernommen. Die CROSS Industries AG beabsichtigt noch in 2015 mindestens 76% am Eigenkapital der Durmont an ein amerikanisches Automobilzulieferunternehmen zu veräußern. Auf Basis der erwarteten Transaktion und dem aktuellen Verhandlungsstand ergibt sich der objektivierte Wert für 100% des Eigenkapitals der Durmont in einer Höhe von MEUR 6,0.
CIAG	<ul style="list-style-type: none">Die CIAG erbringt Holding- und Projektleistungen für die Konzerngesellschaften KTM, Pankl, WP, Pierer Industrie AG sowie konzernnahe Gesellschaften. Von den im Jahr 2014 realisierten Umsatzerlösen (rd. MEUR 7,0) entfallen rd. MEUR 4,7 auf die KTM, rd. MEUR 0,8 auf die WP und rd. MEUR 0,5 auf die Pankl. Der Holdingfunktion entsprechend wird ein wesentlicher Ergebnisbeitrag durch die Beteiligungserträge generiert. Das Gesamtvolumen der Unternehmensanleihen in der CIAG zum 31. Dezember 2014 beträgt MEUR 134,6, wobei der Perpetual Bond in Höhe von MEUR 60,0 im IFRS-Abschluss als Eigenkapital ausgewiesen wird. Der Wert der CIAG (exklusive Beteiligungen) ist im Wesentlichen durch die Nettofinanzverbindlichkeiten geprägt, die auch den Perpetual Bond iHv. MEUR 60,0 beinhalten. Der objektivierte Wert für 100% des Eigenkapitals der CIAG liegt in einer Höhe von MEUR -174,9.
PF GmbH	<ul style="list-style-type: none">Die PF GmbH und die UIAG haben in den Jahren 2011, 2012 und 2014 ihre Anteile an der damaligen Peguform GmbH und Peguform Iberica an die SMP Gruppe verkauft. Diese fordert nunmehr von der PF GmbH aufgrund von vermeintlichen Garantieverletzungen eine Entschädigung von rd. MEUR 19,8. Nach Ansicht des Managements der CROSS Gruppe sind die Forderungen nicht gerechtfertigt. Der Wert der operativ nicht tätigen PF GmbH resultiert ausschließlich aus einem vom Management der CROSS Gruppe im Jahr 2015 erwarteten Zufluss iHv. MEUR 15,0 bis MEUR 19,0 nach Beendigung des laufenden Rechtsstreits. Für Bewertungszwecke haben wir den Wert der PF GmbH daher mit MEUR 15,0 angenommen.

Abschnitt	Seite	Bewertungsobjekt	Seite
Inhaltsverzeichnis	3	Überblick	11
Executive Summary	7	Finanzdaten im Überblick	13
Bewertungsobjekt	10	Zusammenfassung	17
Bewertungsobjekt – KTM AG	18		
Bewertungsobjekt – WP	29		
Bewertungsobjekt – Pankl Racing Systems AG	38		
Bewertungsobjekt – Wethje Gruppe	49		
Bewertungsobjekt – Durmont Teppichbodenfabrik GmbH	53		
Bewertungsobjekt – CIAG	57		
Bewertungsobjekt – PF Beteiligungsverwaltungs GmbH	63		
Bewertungsmethodik	65		
Bewertungsergebnisse	83		
Appendix	98		

Das Beteiligungsportfolio der CROSS Gruppe umfasst zum Bewertungsstichtag 31. Dezember 2014 fünf operative Gesellschaften in Österreich und Deutschland.

Eigentümerstruktur 31. Dezember 2014



 Beinhaltet operative Gesellschaft

Überblick

- Anfang 2000 war die CROSS Gruppe auf österreichische Markenunternehmen in Sondersituationen sowie IT-Beteiligungen ausgerichtet. Die Beteiligungsstrategie war im Wesentlichen opportunitätsgetrieben.
- Die Gruppe hat sich in den letzten Jahren zu einer reinen automotiven Gruppe entwickelt, mit Schwerpunkten auf die Mehrheitsbeteiligungen KTM, WP, Pankl und Durmont sowie die Minderheitsbeteiligung an Wethje.
- Die PF Beteiligungsverwaltungs GmbH hielt bis 2011 die Anteile an der Peguform. Ein Teil des Verkaufspreises ist derzeit Gegenstand eines Schiedsgerichtsverfahrens. Für Details hierzu verweisen wir auf unsere Ausführungen auf Seite 64.
- Die WP Immobilien GmbH (im Folgenden „WP Immo“) hält im Wesentlichen das Immobilienvermögen der WP Gruppe (im Folgenden „WP“). Aus steuerlichen Überlegungen ist die CIAG aus der Historie heraus direkt mit 5% an der WP Immo beteiligt.
- Die CROSS KraftFahrZeug Holding GmbH übt eine reine Holdingfunktion aus. Zum 31. Dezember 2014 bestehen keine Finanzverbindlichkeiten gegenüber Dritten.

Quelle: CIAG

Die CROSS Gruppe ist vorwiegend auf den Zweirad- sowie den automotiven Nischenbereich (Leichtbau und High Performance) ausgerichtet.

Überblick

- Die wesentlichen Kernkompetenzen der Unternehmensgruppe liegen in der Entwicklung, Produktion und Vermarktung von zweirädrigen Fahrzeugen, Zulieferteilen der Zweirad-Industrie, High Tech Komponenten aus Speziallegierungen für Antriebe im Rennsport, in Power Sport Fahrzeugen und in der Luftfahrt, sowie von zukunftsweisenden Leichtbaukomponenten in der Composite-Technologie.
- Bei den Unternehmen der CROSS Industries AG handelt es sich um fünf operative Gesellschaften, fünf weitere Gesellschaften sowie die Holdinggesellschaft selbst. Zu den operativen Gesellschaften zählen folgende Unternehmen:
 - KTM
KTM ist auf die Entwicklung, Erzeugung und den Vertrieb von motorisierten Freizeitgeräten (Power Sports) spezialisiert.
 - Pankl
Pankl entwickelt, erzeugt und vertreibt Motor-, Antriebs- und Fahrwerksteile für Rennsport, High-Performance-Autos und die Luftfahrtindustrie.
 - WP Performance
WP Performance ist auf die Entwicklung, Produktion und den Vertrieb von Federungselementen sowie die Herstellung und den Vertrieb von Kühlern und Zubehör für Verbrennungsmotoren im Zweiradbereich ausgerichtet.

– Wethje

Wethje ist auf die Herstellung von Carbon-Composite Bauteilen für den Rennsport und automobilen Premiumbereich spezialisiert.

– Durmont Teppichbodenfabrik

Durmort Teppichbodenfabrik ist Österreichs einziger Hersteller von hochwertigen Tufting Teppichen sowohl für den Automobil- als auch den Objektbereich.

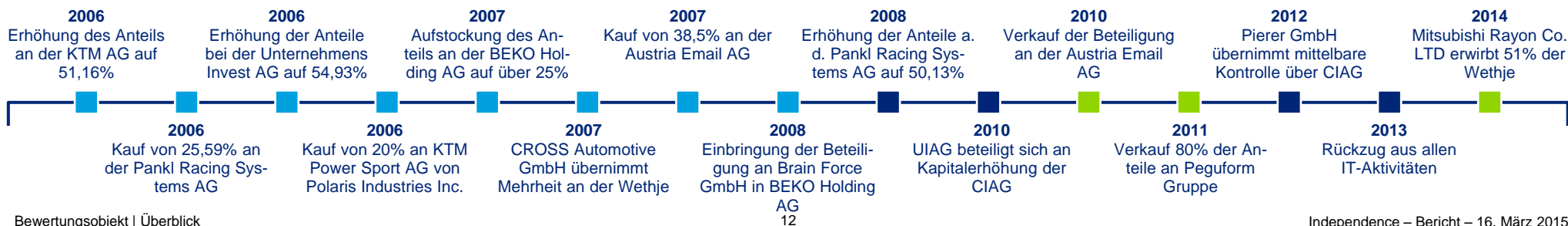
- Zum 31. Dezember 2014 bestand die Vorstand der CROSS Industries AG aus Dipl.-Ing. Stefan Pierer, Mag. Friedrich Roithner, Ing. Alfred Hörtenhuber und Mag. Klaus Rinnerberger. Vorsitzender des Aufsichtsrates war Herr Josef Blazicek.
- Die Ermittlung der Wertbandbreite der CROSS Gruppe basiert auf einer Sum-of-the-parts-Betrachtung, d.h. der Wert der Gruppe ergibt sich aus der Summe der Beteiligungen zuzüglich der Holdinggesellschaft. Die Darstellung im Bericht erfolgt daher getrennt für alle bewertungsrelevanten Gesellschaften.

Key Facts 2014 (konsolidiert)

• Umsatzerlöse:	MEUR 1.086,3
• EBITDA:	MEUR 148,1
• EBIT:	MEUR 93,0
• EGT:	MEUR 71,9
• Bilanzsumme:	MEUR 1.031,1
• Bilanzstichtag:	31. Dezember
• Mitarbeiter:	4.054

Historische Eckpunkte – wesentliche Ereignisse

■ Allgemeine Ereignisse ■ Akquisition ■ Veräußerungen



Das EGT der CROSS Gruppe hat sich von rd. MEUR 18,6 in 2010 auf rd. MEUR 71,9 in 2014 mehr als verdreifacht.

GuV - CROSS Gruppe (IFRS)

MEUR	2010	2011	2012	2013	2014	CAGR 10-14
Umsatzerlöse	1.958,7	678,6	825,7	896,3	1.086,3	(13,7)%
Herstellungskosten	<u>(1.700,7)</u>	<u>(478,8)</u>	<u>(593,6)</u>	<u>(631,6)</u>	<u>(749,7)</u>	(18,5)%
Bruttoergebnis vom Umsatz	258,0	199,9	232,1	264,7	336,6	6,9%
Vertriebskosten	(89,1)	(81,2)	(95,8)	(110,5)	(128,3)	9,5%
Verwaltungskosten	(88,1)	(49,1)	(54,0)	(57,1)	(67,8)	(6,4)%
Forschung & Entwicklung	(30,9)	(24,2)	(27,5)	(27,7)	(31,4)	0,4%
Sonstige Aufwendungen & Erträge	<u>(1,6)</u>	<u>(6,6)</u>	<u>(7,7)</u>	<u>(10,1)</u>	<u>(16,0)</u>	76,7%
EBIT	48,2	38,9	47,0	59,3	93,0	17,9%
YoY in %	n/a	(19,2)%	20,7%	26,2%	56,9%	
Zinsergebnis	(43,6)	(19,9)	(17,1)	(18,5)	(17,0)	(21,0)%
So. Finanzerträge/-aufwendungen	14,0	3,0	(6,2)	10,2	(4,1)	n/a
Finanzergebnis	(29,6)	(16,9)	(23,3)	(8,3)	(21,1)	(8,1)%
EGT	18,6	22,0	23,7	51,0	71,9	40,3%
YoY in %	n/a	18,4%	7,8%	115,2%	41,0%	
Außerplanmäßige Abschreibungen	<u>(44,8)</u>	-	-	<u>(0,5)</u>	-	(100,0)%
Ergebnis vor Steuern	(26,2)	22,0	23,7	50,6	71,9	n/a
YoY in %	n/a	n/a	7,8%	113,2%	42,3%	
Steueraufwendungen/-erträge	<u>8,2</u>	<u>(0,5)</u>	<u>(3,1)</u>	<u>(12,8)</u>	<u>(17,1)</u>	n/a
JÜ aus fortgeführten Bereichen	(18,0)	21,5	20,6	37,7	54,9	n/a
Ergebnis aufzugebene Geschäftsab.	-	24,0	(1,1)	(6,1)	2,1	n/a
Jahresüberschuss	(18,0)	45,5	19,5	31,7	57,0	n/a
YoY in %	n/a	n/a	(57,1)%	62,2%	79,8%	
Planmäßige Abschreibungen	139,8	46,6	47,9	52,3	55,1	(20,8)%
EBITDA	143,2	85,5	94,9	111,1	148,1	0,8%
Brutto-Marge	13,2%	29,5%	28,1%	29,5%	31,0%	
EBITDA-Marge	7,3%	12,6%	11,5%	12,4%	13,6%	
EBIT-Marge	2,5%	5,7%	5,7%	6,6%	8,6%	
EGT-Marge	0,9%	3,2%	2,9%	5,7%	6,6%	
ROIC (NOPLAT/Invested Capital)	n/a	4,0%	6,5%	6,2%	10,0%	
Steuerquote	31,2%	2,2%	13,0%	25,4%	23,7%	

Quelle: CIAG; Gliederung kann vom geprüften Konzernabschluss abweichen

Umsatz- und Ertragsentwicklung

- Die CROSS Gruppe war 2010 durch die Sondersituation im Zusammenhang mit der Peguform geprägt. Die Vergleichbarkeit der Gruppennzahlen beginnt daher 2011.
- Aufgrund der Endkonsolidierung der Peguform hat sich der Umsatz im Jahr 2011 im Vergleich zum Vorjahr mehr als halbiert. Das EGT ist von rd. MEUR 18,6 in 2010 auf rd. MEUR 71,9 in 2014 angestiegen.
- Die außerplanmäßigen Abschreibungen von rd. MEUR 44,8 im Jahr 2010 sind auf Abschreibungen auf Sachanlagevermögen der Peguform zurückzuführen, jene im Jahr 2013 von rd. MEUR 0,5 betreffen Grundstücke der Wethje.
- Bedingt durch die außerplanmäßige Abschreibung im Jahr 2010 konnte kein positives Ergebnis erzielt werden. Nach einer deutlichen Erholung im Jahr 2011 ist es im Jahr 2012 zu einem leichten Rückgang gekommen, bevor der Jahresüberschuss in 2014 auf MEUR 57,0 angestiegen ist.
- Die EBIT-Marge ist im Beobachtungszeitraum um 6,1 Prozentpunkte auf 8,6% in 2014 gestiegen.

Konsolidierungskreis

In den einzelnen Jahren hat sich der Konsolidierungskreis der CROSS Gruppe immer wieder verändert: die KTM, die Pankl sowie die WP gehörten über den gesamten Beobachtungszeitraum zum Konsolidierungskreis der CROSS Gruppe.

Die Wethje wurde, mit Ausnahme des Jahres 2011, ebenfalls in den Konzernabschluss einbezogen.

Am 29. Juli 2011 wurde die Durmont Teppichbodenfabrik GmbH von der CROSS Gruppe übernommen und vollkonsolidiert.

Die CROSS Gruppe hat am 23. November 2011 den Verkauf von 80% der Anteile an der Peguform Iberica S.L. (Polinya, Spanien) sowie der Anteile an der Peguform GmbH (Bötzingen, Deutschland) abgeschlossen, wodurch diese endkonsolidiert wurde.

Die Bilanzsumme wächst von MEUR 780,6 im Jahr 2011 durch verstärkte Investitionstätigkeiten und starkes Umsatzwachstum auf MEUR 1.031,1 in 2014.

Bilanz Aktiva - CROSS Gruppe (IFRS)

MEUR	31.12. 2010*	31.12. 2011*	31.12. 2012*	31.12. 2013*	31.12. 2014	CAGR 10-14
Immaterielle Vermögenswerte	250,6	246,3	262,6	283,8	299,9	4,6%
Sachanlagen	471,0	160,3	219,6	234,3	241,0	(15,4)%
Anteile an verb. Unternehmen	8,8	9,8	12,2	5,9	19,4	21,8%
Finanzanlagen	41,6	70,9	57,6	4,3	9,3	(31,2)%
Latente Steuerforderung	15,5	7,5	6,5	6,9	6,1	(20,7)%
Sonstige lfr. Vermögenswerte	23,3	0,1	0,0	0,0	3,9	(36,1)%
Langfristige Vermögenswerte	810,9	494,8	558,5	535,3	579,7	(8,0)%
YoY in %	n/a	(39,0)%	12,9%	(4,2)%	8,3%	
Kassenbestand, Guthaben bei KI	66,2	28,3	43,3	42,7	89,4	7,8%
Forderungen LuL	238,0	71,8	76,9	87,4	102,6	(19,0)%
Forderungen ggü. verb. Unt.	1,2	0,8	1,5	6,5	1,5	5,4%
Vorräte	224,9	163,9	177,9	197,3	220,1	(0,5)%
Forderungen Hedging	0,9	0,7	1,8	2,3	0,5	(14,8)%
Sonstige kfr. Vermögenswerte	53,3	20,2	20,2	67,8	37,3	(8,5)%
Kurzfristige Vermögenswerte	584,5	285,8	321,6	403,9	451,4	(6,3)%
YoY in %	n/a	(51,1)%	12,5%	25,6%	11,7%	
Summe Aktiva	1.395,4	780,6	880,1	939,2	1.031,1	(7,3)%
YoY in %	n/a	(44,1)%	12,7%	6,7%	9,8%	
Sachanlagenintensität	33,8%	20,5%	25,0%	24,9%	23,4%	
Kapitalumschlagshäufigkeit	n/a	0,72x	1,32x	1,27x	1,53x	
Nettoumlaufvermögen	136,46	126,78	125,91	166,23	157,79	
Liquidität 3. Grades**	1,36	1,97	1,83	1,85	1,77	

Quelle: CIA G; Gliederung kann vom geprüften Konzernabschluss abweichen; *2010 bis 2013 retrospektiv korrigiert; **kfr. Vermögen/kfr. Verbindlichkeiten

Vermögensentwicklung

- Die Bilanzsumme verringert sich von MEUR 1.395,4 in 2010 auf MEUR 780,6 in 2011, wobei dies im Wesentlichen auf die Endkonsolidierung der Peguform zurückzuführen ist. Dadurch reduziert sich das Sachanlagevermögen um rd. MEUR 310,7 und betrifft vorwiegend den Abgang von Sachanlagevermögen der Peguform von rd. MEUR 349,7. Des Weiteren sinken auch die sonstigen langfristigen Vermögenswerte von rd. MEUR 23,3 auf rd. MEUR 0,1. Durch die verbleibenden 20% der Anteile an der Peguform kommt es zu einer Erhöhung der Finanzanlagen in 2011.
- Im Jahr 2012 kommt es bedingt durch die Erstkonsolidierung der Wethje sowie der verstärkten Investitionstätigkeiten in den Bereichen Sachanlagevermögen und immaterielle Vermögensgegenstände zu einem Anstieg der Bilanzsumme von rd. MEUR 780,6 auf rd. MEUR 880,1. Nach IFRS werden auch Entwicklungskosten unter den immateriellen Vermögenswerten aktiviert, wodurch es zu einem Anstieg in dieser Bilanzposition gekommen ist. Des Weiteren ist in den immateriellen Vermögenswerten auch die Marke „KTM“, die im Rahmen der Erstkonsolidierung der KTM angesetzt wurde, enthalten.
- In den Jahren 2013 und 2014 erhöht sich die Bilanzsumme auf rd. MEUR 939,2 in 2013 bzw. auf rd. MEUR 1.031,1 in 2014, wobei der Anstieg im Wesentlichen auf die Umsatzsteigerungen mit Auswirkungen auf das Working Capital zurückzuführen ist.
- Insgesamt ist ein kontinuierliches Wachstum der Bilanzsumme, im Wesentlichen bedingt durch das Umsatzwachstum, von MEUR 780,6 im Jahr 2011 auf MEUR 1.031,1 im Jahr 2014 festzustellen.

Durch den Verkauf der Peguform kommt es im Jahr 2011 zu einer deutlichen und nachhaltigen Reduktion der kurz- und langfristigen Schulden. Durch die positive Entwicklung des Konzern-ergebnisses im Betrachtungszeitraum steigt die Eigenkapitalquote von 18,3% in 2010 auf 36,0% in 2014.

Bilanz Passiva - CROSS Gruppe (IFRS)

MEUR	31.12. 2010*	31.12. 2011*	31.12. 2012*	31.12. 2013*	31.12. 2014	CAGR 10-14
Hauptgesellschafter	143,8	168,7	163,9	175,8	209,7	9,8%
Minderheiten	111,0	99,6	114,3	132,7	161,2	n/a
Eigenkapital	254,8	268,2	278,3	308,5	370,9	9,8%
Anleihen	122,8	63,8	158,9	169,0	169,2	8,4%
Verbindlichkeiten ggü. KI	407,6	171,0	170,6	176,4	142,8	(23,1)%
Sonstige verzins. Verbindlichkeiten	1,2	4,2	3,1	2,6	1,9	12,7%
Verb. ggü. Gesellschafter	-	-	10,2	2,6	-	n/a
Finance Lease	26,1	1,5	1,8	1,2	8,1	(25,4)%
Finanzverb. ggü. verb. Unternehmen	0,2	0,0	-	-	38,2	284,4%
Verpflichtungen ggü. Arbeitnehmer	13,5	10,2	12,7	14,8	19,4	9,4%
Latente Steuerverbindlichkeit	36,5	18,1	16,3	22,1	21,8	(12,1)%
Sonstige lfr. Verbindlichkeiten	31,0	3,8	5,1	10,8	10,2	(24,2)%
Sonstige lfr. Rückstellungen	1,9	0,9	0,3	0,0	0,0	(62,1)%
Langfristige Verbindlichkeiten	640,8	273,4	379,1	399,6	411,7	(10,5)%
Anleihen	-	49,9	13,6	-	-	n/a
Verbindlichkeiten ggü. KI	101,7	52,8	53,6	34,1	41,7	(20,0)%
Sonstige verzins. Verbindlichkeiten	5,1	4,8	2,6	1,3	1,9	(22,0)%
Finance Lease	11,1	0,7	0,7	0,6	0,7	(50,1)%
Verbindlichkeiten LuL	212,8	73,9	97,9	104,3	115,9	(14,1)%
Verbindlichkeiten Hedging	20,0	6,7	6,0	6,1	9,3	(17,5)%
Sonstige kfr. Verbindlichkeiten	134,9	44,9	41,1	77,9	70,2	(15,1)%
Sonstige kfr. Rückstellungen	14,1	5,3	7,4	6,7	8,8	(11,1)%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	499,7	239,0	222,8	231,1	248,4	(16,0)%
Summe Passiva	1.395,4	780,6	880,1	939,2	1.031,1	(7,3)%
YoY in %	n/a	(44,1)%	12,7%	6,7%	9,8%	
Mitarbeiter	9.810	3.131	3.703	3.928	4.054	
Kapitalumschlagshäufigkeit	n/a	0,72x	1,32x	1,27x	1,53x	
Eigenkapitalquote	18,3%	34,4%	31,6%	32,8%	36,0%	




Quelle: CIAG; Gliederung kann vom geprüften Konzernabschluss abweichen; *2010 bis 2013 retrospektiv korrigiert

Entwicklung Kapitalstruktur

- Durch den Verkauf von 80% der Anteile an der Peguform Iberica S.L. (Polinya, Spanien) sowie der Anteile an der Peguform GmbH (Bötzingen, Deutschland) kommt es im Jahr 2011 zu einer deutlichen Reduktion der kurz- und langfristigen Finanzverbindlichkeiten, bestehend aus den Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten, den sonstigen verzinslichen Verbindlichkeiten sowie dem Finance Lease. Zudem reduzieren sich sämtliche andere kurz- und langfristige Schulden gegenüber dem Vorjahr.
- Der Rückgang der kurz- und langfristigen Anleiheverbindlichkeiten um insgesamt rd. MEUR 9,1 auf rd. MEUR 113,7 im Jahr 2011 ist in erster Linie auf den Rückkauf von CROSS Motorsport-Anleihen zurückzuführen. Zum Stichtag 31.12.2011 werden CROSS-Motorsport-Anleihen in einem Volumen von MEUR 11 konzernintern gehalten.
- Im Geschäftsjahr 2012 steigen die kurz- und langfristigen Anleiheverbindlichkeiten um rd. MEUR 58,8 auf rd. MEUR 172,5. Dies ist zum einen auf die von der KTM im April 2012 platzierte Anleihe mit einem Volumen von MEUR 85 und einer Laufzeit von fünf Jahren sowie auf die von der CIAG im Oktober 2012 platzierte Anleihe mit einem Volumen von MEUR 75 und einer Laufzeit von sechs Jahren zurückzuführen. Gegenläufig wirken im Jahr 2012 die Rückführung der CIAG Anleihe (mit einer Laufzeit von 2007 bis 2012) iHv. MEUR 50 sowie die bei der CROSS Motorsport Systems AG Anleihe (mit einer Laufzeit von 2008 bis 2013 und einem Volumen von MEUR 75) durchgeführte Teilrückführung von rd. MEUR 61,4.
- Im Juli 2013 wurden die restlichen ausstehenden CROSS Motorsport Systems AG Anleihen getilgt. Im August 2013 wurde von der Pankl Racing System AG eine neue Anleihe von MEUR 10,0 mit einer Laufzeit von vier Jahren ausgeben. In Summe reduzierten sich die Anleiheverbindlichkeiten auf rd. MEUR 169,0.
- Der Eigenkapitalanteil der CROSS-Aktionäre steigt im gesamten Betrachtungszeitraum von MEUR 143,8 auf MEUR 209,7 in 2014 und ist im Wesentlichen auf positive Konzernjahresergebnisse zurückzuführen. Des Weiteren ist im Eigenkapital – entsprechend IFRS – die von der CIAG im Dezember 2005 begebene Anleihe von MEUR 60,0 mit einer unbegrenzten Laufzeit (Perpetual Bond) enthalten. Aufgrund der Bilanzverkürzung und der geringeren Verschuldung stieg somit auch die Eigenkapitalquote von 18,3% in 2010 auf 36,0% in 2014.

Innerhalb der CROSS Gruppe erwirtschaftet die Konzerngesellschaft KTM rd. 78% des gesamten Konzernumsatzes.

Bewertungsobjekte Übersicht

MEUR	Ø Umsatzerlöse 2011 bis 2014		in % Gesamt
KTM		680,0	78%
Pankl		134,5	15%
WP		102,5	12%
Sonstige und Konsolidierung	n/a	(45,2)	-5%
Σ Umsatzerlöse		871,7	100%

Quelle: CIA G

Wesentliche Gesellschaften

- Gemessen am durchschnittlichen Umsatz der Jahre 2011 bis 2014 erwirtschaftet die CROSS Gruppe mit der Konzerngesellschaft KTM rd. 78% des gesamten Konzernumsatzes.
- Mit einem durchschnittlichen Umsatzanteil von rd. 78% ist die KTM die mit Abstand bedeutendste Gesellschaft innerhalb der CROSS Gruppe, gefolgt von der Pankl (rd. 15%) und der WP (rd. 12%).

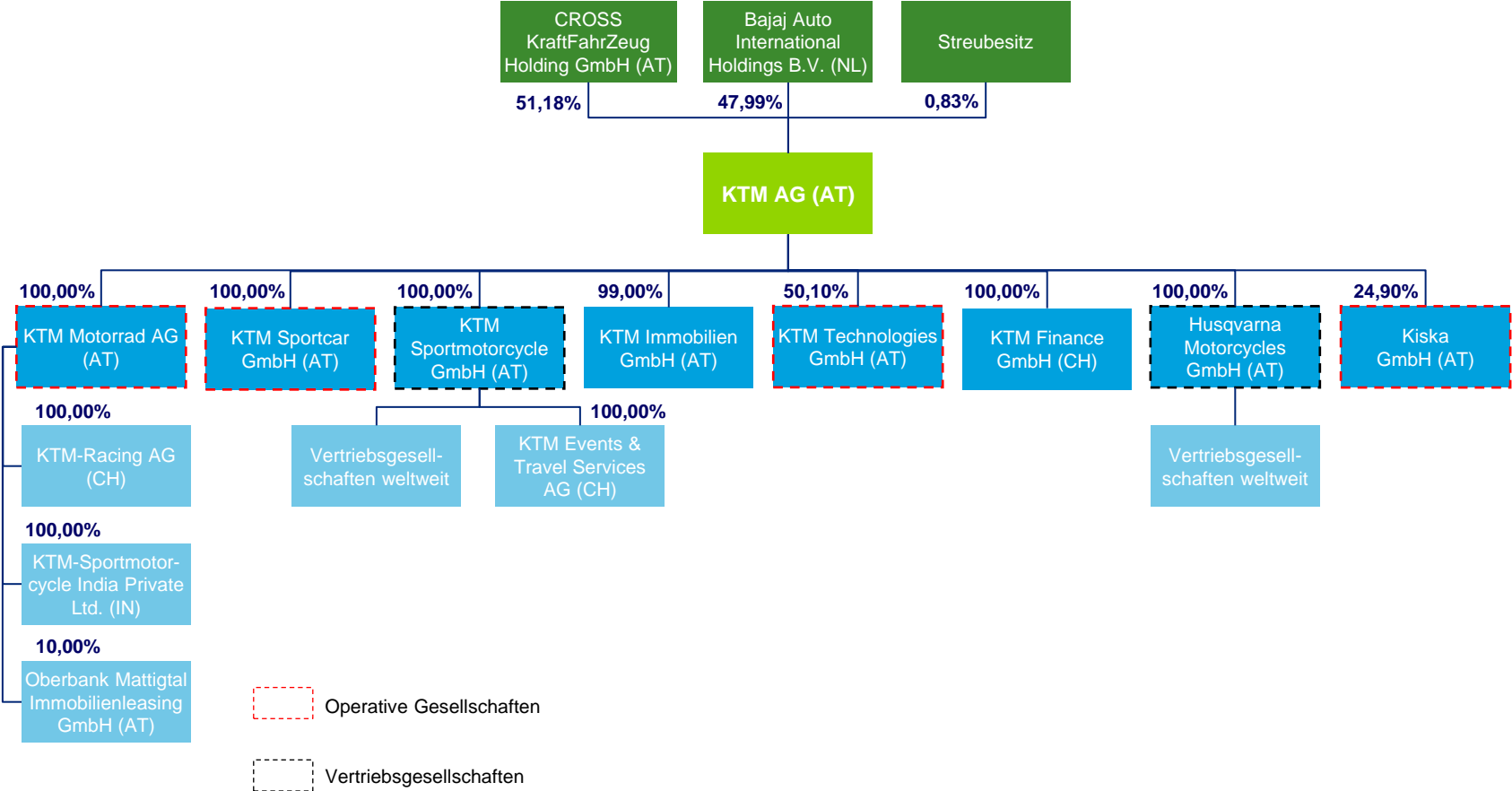
Innerhalb der CROSS Gruppe wird bei der KTM der größte Umsatz- und Ergebniszuwachs erwartet.

Abschnitt	Findings
Überblick	<ul style="list-style-type: none">• Das Beteiligungsportfolio der CROSS Gruppe umfasst zum Bewertungsstichtag 31. Dezember 2014 fünf operative Gesellschaften in Österreich und Deutschland.• Die CROSS Gruppe ist vorwiegend auf den Zweirad- sowie den automotiven Nischenbereich (High Performance und Leichtbau) ausgerichtet.
Historische Entwicklung	<ul style="list-style-type: none">• Durch den Verkauf der Peguform, sowie den Verkauf von Beteiligungen im IT Bereich, erfolgte der Wandel der CROSS Gruppe vom Mischkonzern hin zu einer Gruppe mit klarem Fokus auf das automotive Kerngeschäft.• Ebenso kommt es durch den Verkauf der Peguform im Jahr 2011 zu einer deutlichen und nachhaltigen Reduktion der kurz- und langfristigen Schulden. Durch die positive Entwicklung des Konzernergebnisses im Betrachtungszeitraum steigt die Eigenkapitalquote von 18,3% in 2010 auf 36,0% in 2014.• Das EGT der CROSS Gruppe hat sich von rd. MEUR 18,6 in 2010 auf rd. MEUR 71,9 in 2014 mehr als verdreifacht.• Innerhalb der CROSS Gruppe erwirtschaftet die Konzerngesellschaft KTM rd. 78% des gesamten Konzernumsatzes.• Die Bilanzsumme wächst von MEUR 780,6 im Jahr 2011 durch verstärkte Investitionstätigkeiten und starkes Umsatzwachstum auf MEUR 1.031,1 in 2014.

Abschnitt	Seite	Bewertungsobjekt – KTM AG	Seite
Inhaltsverzeichnis	3	Überblick	19
Executive Summary	7	Finanzdaten im Überblick	21
Bewertungsobjekt	10	Börsennotiz	25
Bewertungsobjekt – KTM AG	18	Zusammenfassung	27
Bewertungsobjekt – WP	29		
Bewertungsobjekt – Pankl Racing Systems AG	38		
Bewertungsobjekt – Wethje Gruppe	49		
Bewertungsobjekt – Durmont Teppichbodenfabrik GmbH	53		
Bewertungsobjekt – CIAG	57		
Bewertungsobjekt – PF Beteiligungsverwaltungs GmbH	63		
Bewertungsmethodik	65		
Bewertungsergebnisse	83		
Appendix	98		

Zum Bewertungsstichtag hält die CROSS Gruppe mit insgesamt 51,18% einen Mehrheitsanteil an der KTM AG; die KTM AG selbst hält direkte Beteiligungen an acht weiteren Gesellschaften; die KTM Motorrad AG befasst sich mit Produktion und F&E, KTM Sportmotorcycle GmbH und Husqvarna Motorcycles GmbH sind Vertriebsgesellschaften.

Eigentümerstruktur 31.Dezember 2014



Quelle: CIAG

KTM ist auf die Produktion und Entwicklung von rennsporttauglichen Offroad- und Street-Motorrädern spezialisiert. Entsprechend der Unternehmensphilosophie „READY TO RACE“ übernimmt KTM Erkenntnisse aus dem Motorsport direkt in die Serienproduktion.

Überblick

- Die heutige KTM AG (im Folgenden „KTM“) hat ihren Sitz in 5230 Mattighofen, wurde am 12. Juni 1990 im Firmenbuch des Landesgerichts Ried im Innkreis eingetragen (FN 107673v) und notiert seit Dezember 2003 an der Wiener Börse.
- KTM ist spezialisiert auf die Entwicklung und Produktion von geländegängigen Motorrädern, sportlichen Straßenmotorrädern sowie Sportwagen. Der Vertrieb erfolgt über 28 Vertriebsgesellschaften, 2 Joint-Venture Unternehmen in Neuseeland und Dubai sowie unabhängige Importeure.
- Als Weltmarktführer im Offroad-Competition-Segment hat KTM in den 1990er Jahren auch mit der Entwicklung von Street-Motorrädern begonnen und bietet mittlerweile eine umfangreiche Produktpalette an Offroad- als auch Street-Motorrädern an. Zudem engagiert sich KTM erfolgreich im Rennsport, der ein ideales Umfeld bietet, um neueste Entwicklungen von Material und Technik unter härtesten Bedingungen zu testen. Die daraus gewonnenen Erkenntnisse fließen direkt in die Serienproduktion ein, wodurch der Kunde, getreu dem Motto „READY TO RACE“, die neueste Technik aus dem Rennsport erleben kann.
- Seit 1995 entwickelt und produziert das Unternehmen neben den Motorrädern der Marke „KTM“ auch Motorräder der Marke „HUSABERG“, die seit dem Erwerb der Lizenzrechte an der Marke „Husqvarna“ im Jahr 2013 wieder unter dem Namen „Husqvarana Motorcycles“ vertrieben werden. Ziel ist es, Husqvarna als differenzierte Marke neben dem Weltmarktführer KTM weiter auszubauen.

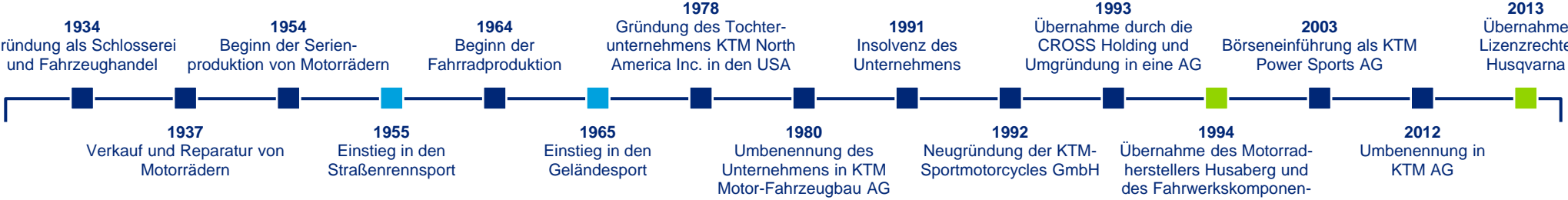
- Das Rennsportsegment war von Beginn an ein wesentlicher Bestandteil des Unternehmenserfolges, daher hielt KTM an dieser Strategie auch weiterhin fest:

**Unternehmensphilosophie:
„READY TO RACE“**

- Die langfristige Vision von KTM ist es, der drittgrößte Sportmotorrad-Hersteller weltweit zu werden. Dementsprechend wird auf den kontinuierlichen Ausbau der Produktpalette in allen Marktsegmenten sowie auf die Erschließung neuer Märkte fokussiert. Bereits im Geschäftsjahr 2012 ist es KTM gelungen, zum erfolgreichsten Motorradhersteller in Europa und den USA aufzusteigen und sich zudem durch eine erhebliche Steigerung der Marktanteile deutlich von den Mitbewerben abzuheben.
- Das Produktportfolio erstreckt sich über alle wichtigen Hubraum- und Leistungsklassen (125 bis 1300 cc) und wurde zudem durch das mehrspurige Fahrzeug X-Bow erweitert. Durch die im Jahr 2007 mit der indischen Bajaj-Gruppe eingegangene Kooperation konnte KTM auch ein neues, globales Segment im Bereich der kleinsten Street-Motorräder erschließen. Das hat KTM den Zugang auch zu einer jungen Käuferschicht ermöglicht.
- Zum 31. Dezember 2014 bestand der Vorstand der KTM aus Dipl.-Ing. Stefan Pierer, Dipl.-Ing. Harald Plöckinger, Mag. Friedrich Roithner, Mag. Viktor Sigl, MBA und Ing. Mag. Hubert Trunkenpolz. Vorsitzender des Aufsichtsrates war Josef Blazicek.

Historische Eckpunkte

■ Allgemeine Ereignisse ■ Beginn des Motorsports ■ Akquisitionen



In den Jahren von 2010 bis 2014 konnte ein deutlicher Umsatzanstieg durch die Expansion in Wachstumsmärkte und das erweiterte Produktportfolio erzielt werden. Durch gezieltes Kostenmanagement stiegen die Ergebnisse im gleichen Zeitraum überproportional stark an.

GuV - KTM (IFRS)

MEUR	2010	2011	2012	2013	2014	CAGR 10-14
Umsatzerlöse	480,9	526,8	612,0	716,4	864,6	15,8%
Herstellungskosten	(338,4)	(371,8)	(433,8)	(500,1)	(593,9)	15,1%
Bruttoergebnis vom Umsatz	142,5	155,0	178,2	216,3	270,7	17,4%
Vertriebskosten	(65,5)	(72,0)	(83,8)	(96,8)	(114,2)	14,9%
Verwaltungskosten	(21,7)	(20,9)	(22,2)	(25,4)	(32,6)	10,7%
Forschung & Entwicklung	(22,5)	(23,1)	(26,4)	(26,4)	(31,4)	8,7%
Sonstige Aufwendungen & Erträge	(8,7)	(8,1)	(9,2)	(12,8)	(17,1)	18,2%
EBIT	24,0	31,0	36,7	54,9	75,4	33,2%
YoY in %	n/a	29,3%	18,4%	49,5%	37,3%	
Zinsergebnis	(12,7)	(9,2)	(7,3)	(7,4)	(7,5)	(12,3)%
So. Finanzerträge/-aufwendungen	(1,0)	(2,7)	(4,3)	(0,5)	2,8	n/a
Finanzergebnis	(13,7)	(11,9)	(11,6)	(8,0)	(4,7)	(23,3)%
EGT	10,3	19,1	25,1	46,9	70,6	62,0%
Steueraufwendungen/-erträge	0,3	1,7	0,2	(10,4)	(13,5)	n/a
Jahresüberschuss	10,5	20,8	25,3	36,5	57,2	52,6%
YoY in %	n/a	97,6%	21,6%	44,2%	56,6%	
Planmäßige Abschreibungen	34,5	33,4	31,1	32,8	36,7	1,5%
EBITDA	58,5	64,4	67,8	87,7	112,1	17,6%
Brutto-Marge	29,6%	29,4%	29,1%	30,2%	31,3%	
EBITDA-Marge	12,2%	12,2%	11,1%	12,2%	13,0%	
EBIT-Marge	5,0%	5,9%	6,0%	7,7%	8,7%	
EGT-Marge	2,1%	3,6%	4,1%	6,5%	8,2%	
ROIC (NOPLAT/Invested Capital)	n/a	9,9%	10,1%	10,8%	15,0%	
Steuerquote	(2,8)%	(8,9)%	(0,7)%	22,2%	19,1%	

Quelle: CIAG; Gliederung kann vom geprüften Jahresabschluss abweichen

Umsatz- und Ertragsentwicklung

- Die deutlichen Anstiege der Umsatzerlöse in den letzten Geschäftsjahren sind auf die erfolgreiche Einführung neuer Modelle sowie die Expansion in Wachstumsmärkte in Asien und Lateinamerika zurückzuführen. Die wesentlichen Absatzmärkte 2014 waren ua. die USA, Deutschland, Australien, Frankreich, Italien, UK, Österreich sowie die Wachstumsmärkte Südostasien und Mittel- und Südamerika.
- Die Vertriebskosten betreffen vor allem den Verkauf in Europa. In den Wachstumsmärkten arbeitet man mit Importeuren auf cash-before-delivery Basis zusammen.
- Zusätzlich hat KTM mit der Übertragungsvereinbarung vom 17. September 2013 das Lizenzrecht für die Nutzung der Marke Husqvarna von der Pierer Industrie AG erworben. Die Lizenzgebühr iHv. TEUR 340 in 2014 an den Lizenzgeber Husqvarna AB ist in den Herstellkosten ausgewiesen. Die bis dahin bestehende Produktion und der Vertrieb der Zweitmarke "Husaberg" wurde daraufhin eingestellt und durch Husqvarna ersetzt.
- Aufgrund der relativ zum Umsatz abnehmenden Herstellkosten konnte die Brutto-Marge von 29,6% in 2010 auf 31,3% in 2014 gesteigert werden. Im gleichen Zeitraum stieg die EBIT-Marge von 5,0% auf 8,7%.
- Seit 2007 besteht eine Kooperation mit der indischen Bajaj Gruppe, einem der größten Hersteller von Motorrädern in Indien. Schwerpunkt der Zusammenarbeit ist die gemeinsame Entwicklung von Einsteiger-Straßenmotorrädern (sog. Joint Products).
- Die Joint Products von KTM und Bajaj werden gänzlich in Indien produziert und sind für den weltweiten Markt bestimmt. Der Verkauf von Joint Products in Indien wird von Bajaj im Umsatz erfasst und eine Lizenzgebühr an KTM abgeführt. Der Verkauf in allen anderen Ländern wird bei der KTM im Umsatz erfasst und Herstellkosten an Bajaj abgeführt.
- Auf Basis der Erweiterung des Sortiments durch Joint Products kann eine forcierte Wachstumsstrategie in südostasiatischen sowie mittel- und südamerikanischen Märkten realisiert werden. Dieses nunmehr um kleinere Hubraumklassen erweiterte Sortiment ist die Voraussetzung für den Aufbau einer jeweils regionalen Vertriebs- und Händlerstruktur.

Der Anstieg der immateriellen Vermögenswerte ist im Wesentlichen auf die Aktivierung der jährlichen Aufwendungen für Entwicklung nach IFRS zurückzuführen. Den Umsatzanstieg begleiteten entsprechende Investitionen in neue Fertigungswerkzeuge und das Working Capital.

Bilanz Aktiva - KTM (IFRS)

MEUR	31.12. 2010	31.12. 2011	31.12. 2012	31.12. 2013	31.12. 2014	CAGR 10-14
Immaterielle Vermögenswerte	188,6	197,0	208,3	231,5	252,8	7,6%
Sachanlagen	63,2	84,3	92,5	99,1	124,1	18,4%
Anteile an verb. Unternehmen	4,4	5,5	7,9	1,7	1,3	(26,4)%
Finanzanlagen	1,9	2,0	2,0	2,4	3,4	16,4%
Latente Steuerforderung	3,7	3,1	2,4	2,1	2,5	(9,7)%
Sonstige lfr. Vermögenswerte	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	(6,5)%
Langfristige Vermögenswerte	261,8	291,9	313,1	337,0	384,1	10,1%
YoY in %	n/a	11,5%	7,3%	7,6%	14,0%	
Kassenbestand, Guthaben bei KI	8,9	15,0	29,4	31,6	68,8	66,5%
Forderungen LuL	53,1	49,9	51,2	58,9	70,3	7,3%
Forderungen ggü. verb. Unt.	1,0	1,4	2,7	0,9	-	(100,0)%
Vorräte	108,9	114,0	110,2	120,6	141,6	6,8%
Forderungen Hedging	0,9	0,7	1,8	2,3	0,5	(14,8)%
Sonstige kfr. Vermögenswerte	10,6	12,9	12,8	20,2	29,5	29,0%
Kurzfristige Vermögenswerte	183,5	193,9	208,2	234,5	310,7	14,1%
YoY in %	n/a	5,7%	7,4%	12,6%	32,5%	
Summe Aktiva	445,3	485,8	521,4	571,4	694,8	11,8%
YoY in %	n/a	9,1%	7,3%	9,6%	21,6%	
Sachanlagenintensität	14,2%	17,3%	17,7%	17,4%	17,9%	
Nettoumlaufvermögen	87,49	75,14	64,13	57,76	65,97	
Liquidität 3. Grades*	2,00	1,72	1,56	1,40	1,38	

Quelle: CIA G; Gliederung kann vom geprüften Jahresabschluss abweichen; *kfr. Vermögen/kfr. Verbindlichkeiten

Vermögensentwicklung

- Die Bilanzsumme der KTM stieg im Betrachtungszeitraum von 2010 bis 2014 um durchschnittlich 11,8% p.a.. Der Grund liegt ua im höheren Umsatzvolumen und dem daraus resultierenden Investitionsbedarf in langfristiges Vermögen und Working Capital.
- Der Anstieg der immateriellen Vermögenswerte resultiert aus der Aktivierung von Entwicklungskosten sowie aus dem Kauf der Lizenzrechte der Marke Husqvarna in 2013. Die Entwicklungskosten werden planmäßig über fünf Jahre abgeschrieben.
- Investitionen in Sachanlagen betreffen vor allem den Ankauf von Werkzeugen, die zur Produktionssteigerung benötigt werden.
- Im Sachanlagevermögen ist auch ein nicht betriebsnotwendiges Grundstück der KTM Immobilien GmbH mit einem Buchwert von MEUR 2,4 enthalten.
- Der Anstieg der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen ist überwiegend auf das Umsatzwachstum zurückzuführen. In den vergangenen Geschäftsjahren wurden Forderungen aus Lieferungen und Leistungen teilweise über ein ABS-Programm verkauft.
- Im Dezember 2014 wurde die erste Tranche eines Darlehens der Europäischen Investitionsbank an die KTM überwiesen und hat zu einem starken Anstieg der liquiden Mittel geführt. Das Volumen der ersten Tranche des Darlehens beträgt MEUR 30 und hat eine Laufzeit von sechs Jahren, davon die ersten zwei Jahre tilgungsfrei. Verwendungszweck ist die Finanzierung von Entwicklungsprojekten.
- In der Position Finanzanlagen sind nicht konsolidierte Tochterunternehmen, At-Equity Beteiligungen sowie sonstige Minderheitsbeteiligungen zusammengefasst.

Durch den Konjunkturanstieg und die verbesserte Ertragslage konnten ab 2010 wieder Mitarbeiter aufgebaut werden; die Zusammensetzung des Fremdkapitals änderte sich 2012 durch die erfolgreiche Platzierung einer Anleihe und 2014 durch ein EIB-Darlehen.

Bilanz Passiva - KTM (IFRS)

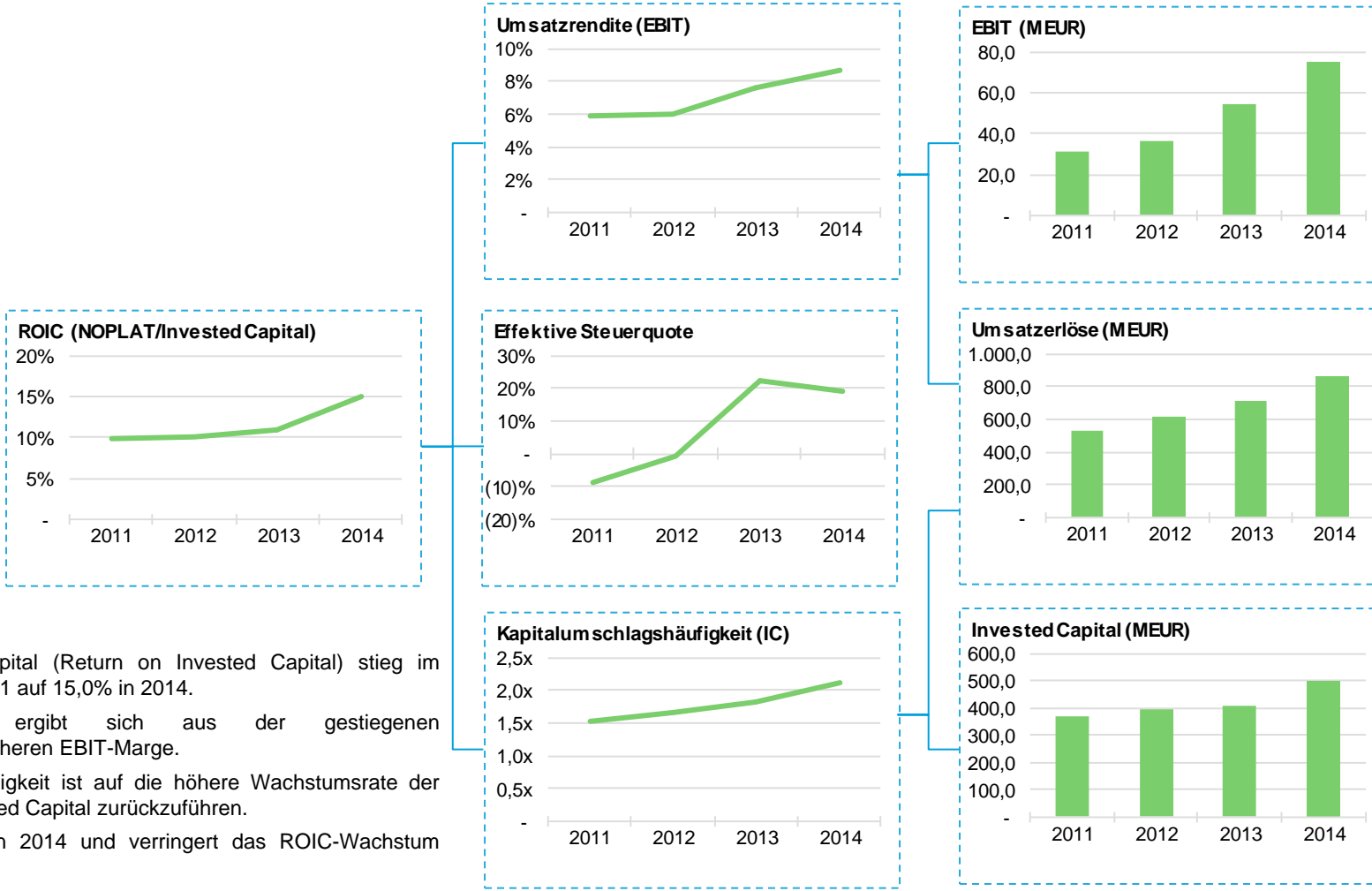
MEUR	31.12. 2010	31.12. 2011	31.12. 2012	31.12. 2013	31.12. 2014	CAGR 10-14
Eigenkapital	176,8	219,8	254,5	282,8	327,6	16,7%
YoY in %	n/a	24,3%	15,8%	11,1%	15,8%	
Anleihen	-	-	84,5	84,6	84,7	n/a
Verbindlichkeiten ggü. KI	130,0	132,9	30,8	24,8	56,6	(18,8)%
Finance Lease	-	0,0	-	-	7,4	n/a
Finanzverb. ggü. verb. Unt.	13,0	-	-	-	-	(100,0)%
Verpflichtungen ggü. Arbeitnehmer	6,5	7,7	8,3	9,8	13,5	20,2%
Latente Steuerverbindlichkeit	15,9	14,6	12,5	18,8	20,5	6,6%
Sonstige lfr. Verbindlichkeiten	1,0	1,5	3,0	4,4	6,5	59,6%
Langfristige Verbindlichkeiten	166,3	156,6	139,0	142,4	189,2	3,3%
YoY in %	n/a	(5,8)%	(11,3)%	2,4%	32,8%	
Verbindlichkeiten ggü. KI	14,1	5,4	16,1	5,5	8,4	(12,0)%
Sonstige verzins. Verb.	2,1	1,6	-	-	-	(100,0)%
Finance Lease	-	0,0	-	-	0,2	n/a
Verbindlichkeiten LuL	37,7	54,6	80,2	91,0	106,3	29,6%
Verbindlichkeiten Hedging	19,7	6,5	4,7	5,2	8,0	(20,3)%
Sonstige kfr. Verbindlichkeiten	24,6	37,0	22,8	39,2	48,4	18,4%
Sonstige kfr. Rückstellungen	4,0	4,2	4,0	5,3	6,8	14,1%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	102,2	109,4	127,8	146,2	178,0	14,9%
YoY in %	n/a	7,0%	16,9%	14,4%	21,8%	
Summe Passiva	445,3	485,8	521,4	571,4	694,8	11,8%
YoY in %	n/a	9,1%	7,3%	9,6%	21,6%	
Mitarbeiter	1.557	1.755	1.702	1.825	2.143	
Kapitalumschlagshäufigkeit	n/a	1,54x	1,67x	1,82x	2,12x	
Eigenkapitalquote	39,7%	45,2%	48,8%	49,5%	47,1%	

Quelle: CIA G; Gliederung kann vom geprüften Jahresabschluss abweichen

Entwicklung Kapitalstruktur

- Die sonstigen kfr. Rückstellungen zum 31. Dezember 2014 iHv. MEUR 6,8 setzen sich aus Rückstellungen für Garantien und Gewährleistungen iHv. MEUR 6,4 sowie Rückstellungen für Rechtsstreitigkeiten iHv. TEUR 400 zusammen.
- Am 24. April 2012 wurde eine Anleihe mit einer Laufzeit von fünf Jahren und einem Volumen von MEUR 85,0 erfolgreich platziert.
- Aufgrund des Darlehens der Europäischen Investitionsbank stiegen die langfristigen Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten 2014 auf MEUR 56,6 an.
- Durch die Finanzkrise des Jahres 2007 mussten Mitarbeiter abgebaut werden. Im Jahr 2010 wurde die Mitarbeiterzahl erstmals wieder aufgebaut und seither laufend gesteigert.

Der ROIC stieg von 2011 auf 2014 von 9,9% auf 15,0%; der Anstieg ist insbesondere auf die höhere Kapitalumschlagshäufigkeit und die Steigerung des EBIT zurückzuführen. Der Anstieg der Steuerquote schwächt einen Teil des positiven Effektes wiederum ab.

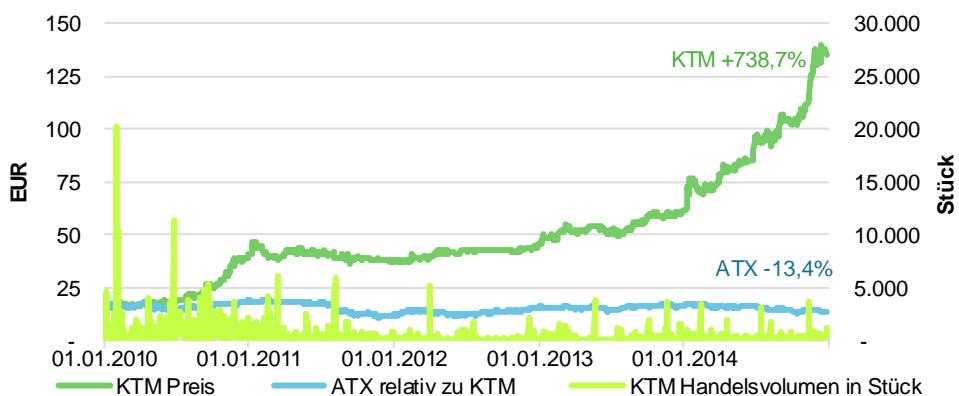


ROIC-Analyse

- Die Rendite auf das investierte Kapital (Return on Invested Capital) stieg im Betrachtungszeitraum von 9,9% in 2011 auf 15,0% in 2014.
- Das Wachstum des ROIC ergibt sich aus der gestiegenen Kapitalumschlagshäufigkeit und der höheren EBIT-Marge.
- Die gestiegene Kapitalumschlagshäufigkeit ist auf die höhere Wachstumsrate der Umsatzerlöse im Vergleich zum Invested Capital zurückzuführen.
- Die Steuerquote steigt auf 19,1% in 2014 und verringert das ROIC-Wachstum wiederum.

Die Aktie der KTM notiert im Mid Market der Wiener Börse und zeigt bei geringem Handelsvolumen seit 2010 eine deutliche Outperformance gegenüber dem Leitindex ATX.

Kursentwicklung* und Handelsvolumen der letzten 5 Jahre



Quelle: Bloomberg; *bereinigt um Dividenden und Aktiensplits

Börsenkurse zur Plausibilisierung

- Die KTM-Aktie notiert seit dem Börsengang am 12. Dezember 2003 an der Wiener Börse im Mid Market.
- Zum Bewertungsstichtag war das Grundkapital auf 10.845.000 Stück Aktien aufgeteilt.
- Aufgrund des geringen Streubesitzes der Aktien iHv. unter 1% kommt es zu starken Schwankungen des Aktienpreises. In den 12 Monaten vor dem Bewertungsstichtag lag der Durchschnittskurs bei EUR 93,72, mit einem Minimum bei EUR 61,51 und einem Maximum bei EUR 140,00. Im dargestellten Zeitraum stieg der Aktienkurs der KTM um 738,7% während der ATX um 13,4% zurückging.

Durchschnittliche Börsenkurse zum 31.12.2014

EUR	
Schlusskurs	135,0
Aktienanzahl	10.845.000
Marktkapitalisierung	1.464.075.000,0
3M-Durchschnittskurs	120,4
Implizierte Marktkapitalisierung	1.305.565.465,9
6M-Durchschnittskurs	109,6
Implizierte Marktkapitalisierung	1.188.470.686,4
12M-Durchschnittskurs	93,7
Implizierte Marktkapitalisierung	1.016.417.042,9

Anmerkung: Es wurden dividendenadjustierte Börsenkurse verwendet.
Quelle: Bloomberg

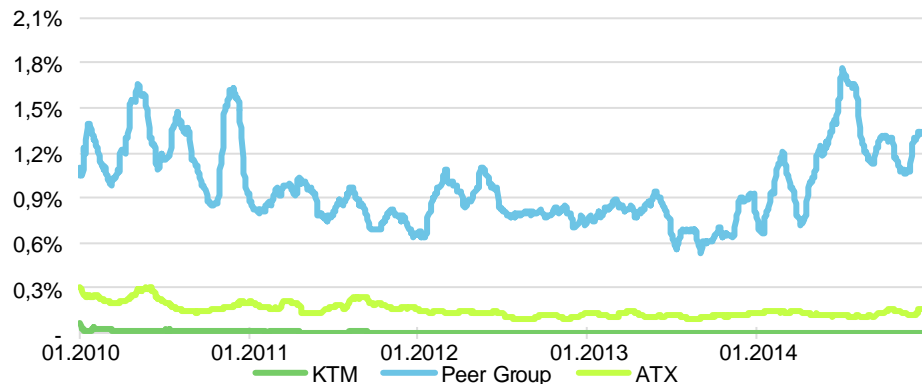
KTM Aktie

Key Facts	
Aktienanzahl:	10.845.000
Streubesitz:	ca. 0,83%
Erstnotiz:	12. Dezember 2003
ISIN:	AT0000645403
Handelsplatz:	Wiener Börse
Handelssegment:	Dritter Markt
Marktsegment:	Mid Market
Analystencoverage:	EVA Dimensions, Kepler Cheuvreux

Quelle: Bloomberg

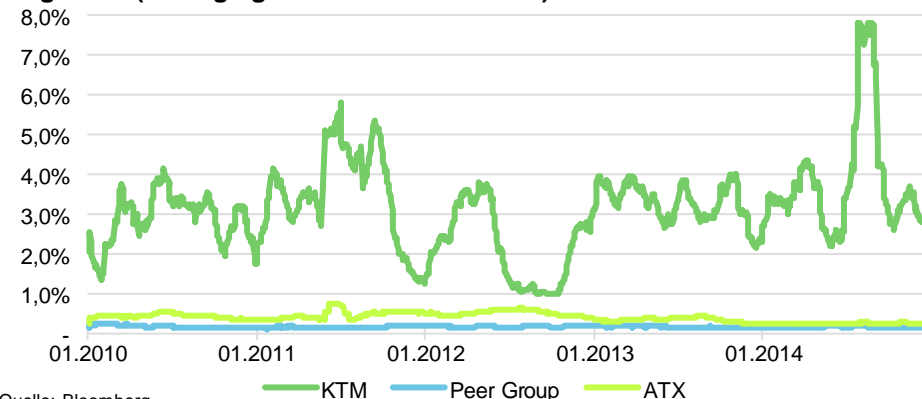
In Anbetracht der sehr geringen Liquidität der KTM Aktie – gemessen am Handelsumsatz und der relativen Bid-Ask-Spreads während den letzten Jahren – ist die Marktkapitalisierung der KTM von eingeschränkter Aussagekraft.

Handelsumsatz* KTM vs. Peer Group und ATX Mitglieder (30 Tage gleitender Durchschnitt)



Quelle: Bloomberg; *gehandelte Stück im Verhältnis zu den ausstehenden Aktien

Relative Bid-Ask-Spreads KTM vs. Peer Group und ATX Mitglieder (30 Tage gleitender Durchschnitt)



Quelle: Bloomberg

Liquidität der KTM-Aktie

Die Liquidität, Marktgängigkeit oder Handelshäufigkeit einer Aktie haben einen sehr großen Einfluss auf die Aussagekraft der Börsenkurse bzw. Marktkapitalisierung. Bei geringer Liquidität sind Abweichungen vom beobachtbaren Aktienkurs zum „wahren“ bzw. „inneren“ Wert zu erwarten, da Marktinformationen oftmals unzureichend verfügbar bzw. unzureichend eingepreist sind. Es gibt verschiedene Messgrößen für die Liquidität von Vermögensgegenständen. Am meisten verwendet werden der Handelsumsatz (Trading Volume) und der relative Bid-Ask-Spread eines Vermögensgegenstandes.

Handelsumsatz

Dieser berechnet sich aus dem Handelsvolumen (in Stück oder Währungseinheit) dividiert durch die Summe der ausstehenden Aktien eines Unternehmens (in Stück oder Währungseinheit). Ein hoher Handelsumsatz zeigt, dass ein hoher Anteil der ausstehenden Aktien gehandelt wird und deutet somit auf eine liquidere Aktie hin.

Die KTM Aktie verzeichnete durchgehend einen wesentlich geringeren Handelsumsatz als die Unternehmen der Peer Group und die Mitglieder des ATX.

Relativer Bid-Ask-Spread

Der relative Bid-Ask-Spread steht für die Differenz zwischen dem Kauf- und Verkaufskurs im Vergleich zum Mid-Kurs eines Vermögensgegenstandes. Je höher die Differenz zwischen Bid- und Ask-Kurs, desto höher liegen die Transaktionskosten für Investoren.

Die relativen Bid-Ask-Spreads der KTM Aktie lagen im Jahr 2010 zeitweise weit über jenen der Peer Group und der ATX Mitglieder. Im Januar 2012 und Herbst 2012 war eine Annäherung an die Vergleichsunternehmen bzw. die Mitglieder des ATX zu beobachten. Seitdem ist die Differenz zwischen Bid- und Ask-Kurs wieder gestiegen und erreichte im September 2014 den höchsten Punkt des Beobachtungszeitraumes.

Die Planung wurde im Hinblick auf Geschäftsfeld und historische Entwicklung analysiert; die Planungsprämissen sind nachvollziehbar (1/2).

Abschnitt	Findings
Überblick	<ul style="list-style-type: none"> • Zum Bewertungsstichtag hält die CROSS Gruppe mit insgesamt 51,18% einen Mehrheitsanteil an der KTM AG; die KTM AG selbst hält direkte Beteiligungen an acht weiteren Gesellschaften; die KTM Motorrad AG befasst sich mit Produktion und F&E, KTM Sportmotorcycle GmbH und Husqvarna Motorcycles GmbH sind Vertriebsgesellschaften. • KTM ist auf die Produktion und Entwicklung von rennsporttauglichen Offroad- und Street-Motorrädern spezialisiert. Entsprechend der Unternehmensphilosophie „READY TO RACE“ übernimmt KTM Erkenntnisse aus dem Motorsport direkt in die Serienproduktion.
Historische Entwicklung	<ul style="list-style-type: none"> • In den Jahren von 2010 bis 2014 konnte ein deutlicher Umsatzanstieg durch die Expansion in Wachstumsmärkte und das erweiterte Produktportfolio erzielt werden. Durch gezieltes Kostenmanagement stiegen die Ergebnisse im gleichen Zeitraum überproportional stark an. • Der Anstieg der immateriellen Vermögenswerte ist im Wesentlichen auf die Aktivierung der jährlichen Aufwendungen für Entwicklung nach IFRS zurückzuführen. Den Umsatzanstieg begleiteten entsprechende Investitionen in neue Fertigungswerkzeuge und das Working Capital. • Durch den Konjunkturanstieg und die verbesserte Ertragslage konnten ab 2010 wieder Mitarbeiter aufgebaut werden; die Zusammensetzung des Fremdkapitals änderte sich 2012 durch die erfolgreiche Platzierung einer Anleihe und 2014 durch ein EIB-Darlehen. • Der ROIC stieg von 2011 auf 2014 von 9,9% auf 15,0%; der Anstieg ist insbesondere auf die höhere Kapitalumschlagshäufigkeit und die Steigerung des EBIT zurückzuführen. Der Anstieg der Steuerquote schwächt einen Teil des positiven Effektes wiederum ab. • Die Aktie der KTM notiert im Mid Market der Wiener Börse und zeigt bei geringem Handelsvolumen seit 2010 eine deutliche Outperformance gegenüber dem Leitindex ATX. • In Anbetracht der sehr geringen Liquidität der KTM Aktie – gemessen am Handelsumsatz und der relativen Bid-Ask-Spreads während den letzten Jahren – ist die Marktkapitalisierung der KTM von eingeschränkter Aussagekraft.
Planung & Plausibilisierung*	<ul style="list-style-type: none"> • Die Marke KTM ist weltweit bekannt und steht für Spitzenleistungen im Motorsport sowie qualitativ hochwertige Motorräder. Durch die Konkurrenz aus dem asiatischen Raum kann es zu einem Preisdruck speziell auf das geplante, um weitere Straßenmodelle ergänzte, Produktportfolio kommen. • Unserer Bewertung liegt die von der KTM erstellte Konzernplanung für die Jahre 2015 bis 2020 mit Stand vom 12. Februar 2015 zugrunde. • Neue Modelle und geographische Expansion führen zu konstantem Umsatzwachstum in den Planjahren; der Fokus auf Motorräder für die Straße und der verstärkte Absatz von Related Products beeinflussen die Margen in entgegengesetzte Richtungen. • Das hohe Umsatzwachstum der vergangenen Geschäftsjahre nähert sich im Planungszeitraum relativ dem Niveau der Unternehmen der Peer Group an.

*Eine umfassende Darstellung der zugrundeliegenden Planzahlen sowie unsere darauf aufbauenden Analysen und Plausibilisierungen finden sich im Appendix

Die Planung wurde im Hinblick auf Geschäftsfeld und historische Entwicklung analysiert; die Planungsprämissen sind nachvollziehbar (2/2).

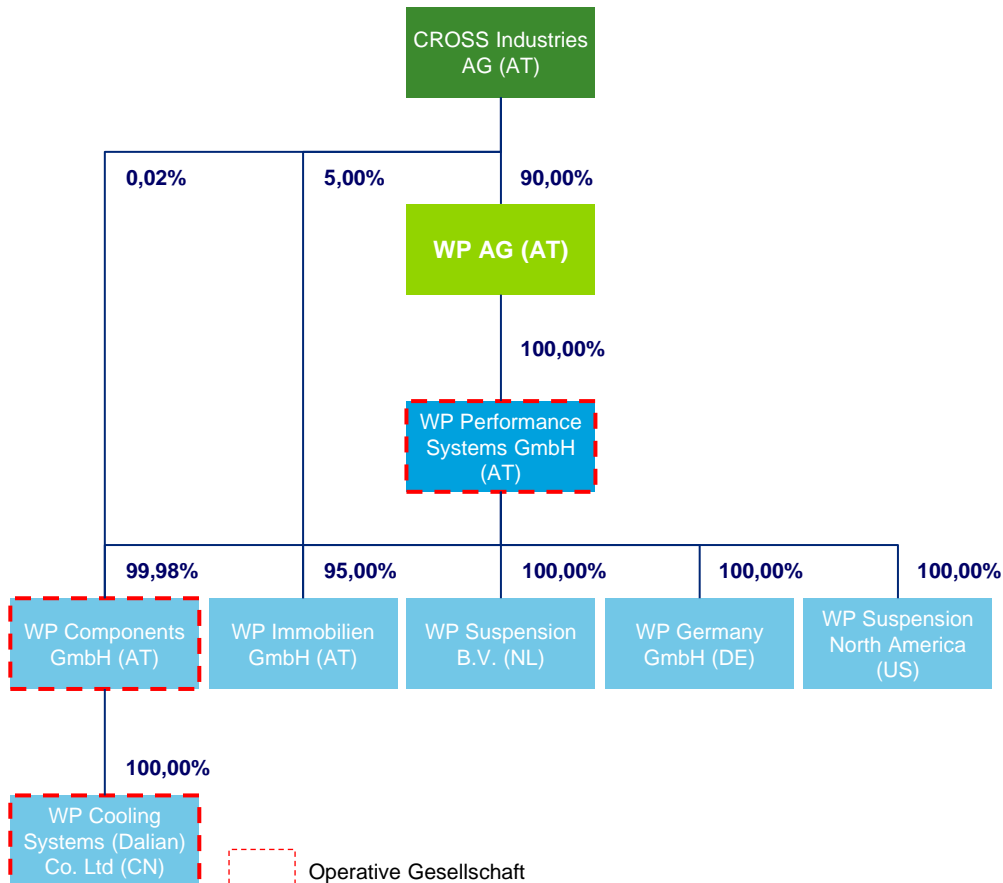
Abschnitt	Findings
Planung & Plausibilisierung*	<ul style="list-style-type: none">• Verglichen mit den restlichen Produktgruppen steigt in der Planung der Anteil der Joint Products und der Marke Husqvarna am Gesamtumsatz an. Bei den Absatzmärkten dominiert 2014 die Region Europa mit einem Anteil von rd. 48%, gefolgt von Nordamerika mit rd. 25%; die umsatzstärksten Länder sind die USA, Deutschland und Australien.• Die Entwicklung der EBITDA-Marge verläuft weitestgehend konstant. Aufgrund des indirekten Vertriebsmodells in den Wachstumsmärkten sinken die Vertriebskosten relativ zum Umsatz.• Das Umsatzwachstum und der damit einhergehende Aufbau von Vorräten und Forderungen aus Lieferungen und Leistungen führen zu einer Erhöhung der Kapitalbindung im Nettoumlaufvermögen.• Das Wachstum der Bilanzsumme ist neben dem Aufbau von Working Capital vor allem auf die Aktivierung von Entwicklungskosten zurückzuführen; die Zuflüsse aus Darlehen der Europäischen Investitionsbank erhöhen den Stand an liquiden Mitteln im Planungszeitraum.• Die 2017 auslaufende Anleihe soll mit geringerem Volumen refinanziert werden; die Tilgung der zwei Tranchen des Darlehens der Europäischen Investitionsbank beginnt 2016 bzw. 2017 und sorgt über den Planungszeitraum für eine steigende Eigenkapitalquote; über den gesamten Planungszeitraum ist ein laufender Mitarbeiteraufbau geplant.• In der Planung ist eine konstante Steigerung des Cash-Flow aus Betriebstätigkeit vorgesehen. Er wird für Investitionen, Ausschüttung und die Tilgung von Fremdkapital verwendet. Ab 2019 erfolgt ein Aufbau der liquiden Mittel.• Der ROIC zeigt in der Planung ein relativ konstantes Niveau. Die Steuerquote liegt ab 2016 nahe dem österreichischen KöSt-Satz.

*Eine umfassende Darstellung der zugrundeliegenden Planzahlen sowie unsere darauf aufbauenden Analysen und Plausibilisierungen finden sich im Appendix

Abschnitt	Seite	Bewertungsobjekt – WP	Seite
Inhaltsverzeichnis	3	Überblick	30
Executive Summary	7	Finanzdaten im Überblick	32
Bewertungsobjekt	10	Zusammenfassung	36
Bewertungsobjekt – KTM AG	18		
Bewertungsobjekt – WP	29		
Bewertungsobjekt – Pankl Racing Systems AG	38		
Bewertungsobjekt – Wethje Gruppe	49		
Bewertungsobjekt – Durmont Teppichbodenfabrik GmbH	53		
Bewertungsobjekt – CIAG	57		
Bewertungsobjekt – PF Beteiligungsverwaltungs GmbH	63		
Bewertungsmethodik	65		
Bewertungsergebnisse	83		
Appendix	98		

Die WP hat ihren Sitz in Oberösterreich und ist als Zulieferer auf die Entwicklung, Herstellung und Vertrieb von Federungskomponenten, Auspuffanlagen, Rahmen und Kühlsystemen für Zweiräder spezialisiert. Rund 84% der Umsatzerlöse erzielte die WP im Jahr 2014 mit Unternehmen der CROSS Gruppe.

Eigentümerstruktur 31. Dezember 2014



Überblick

- Die WP AG hat ihren Sitz in 5222 Munderfing in Oberösterreich. Die Gesellschaft entstand im Juli 2014 aus der Umwandlung der CROSS Motorsport Systems GmbH und ist mit der FN 177514a in das Firmenbuch des Landesgerichts Ried im Innkreis eingetragen.
- Das Unternehmen fungiert ausschließlich als Holding-Gesellschaft der WP. Die Gruppe umfasst insgesamt sieben Tochter- bzw. (Ur-)Enkelunternehmen, von denen drei in Österreich ansässig sind. Die übrigen Gesellschaften haben ihre Sitze in China, Deutschland, den Niederlanden und den Vereinigten Staaten von Amerika. Die CIAG ist 90% Eigentümerin aller WP Gesellschaften.
- Die WP hat sich als Zulieferer auf die Entwicklung, Herstellung und den Vertrieb von Bauteilen für die Motorrad-Branche spezialisiert. Die Produkte können in die folgenden vier Bereiche gegliedert werden:
 - Suspension (Federungskomponenten): Dieser Bereich umfasst Telegabeln und Stoßdämpfer. Es ist der umsatzmäßig größte Bereich der Gruppe.
 - Exhaust (Auspuffanlagen): Die Produkte betreffen primär den Motorradbereich und umfassen verschiedene Krümmer für 2- und 4-Takt-Motoren sowie verschiedene Dämpfer.
 - Frame (Rahmen): Es handelt sich um Stahlrahmen, die mithilfe von Roboterschweißanlagen hergestellt werden. Darüber hinaus werden in diesem Bereich auch andere Schweißteile (z.B. Seitenständer, Schwingen, Sportwagenradaufhängungen etc.) hergestellt.
 - Radiator (Kühlsysteme): Hier kann zwischen Wasser- und Ölkühlern für Motorräder unterschieden werden. Gesamt produziert das Unternehmen jährlich rd. 400.000 Stück, wobei drei Viertel davon auf Wasserkühler entfallen.
- In 2014 erwirtschaftete die WP rd. 84% der Umsatzerlöse mit Unternehmen der CROSS Gruppe, wovon der überwiegende Teil auf die KTM entfällt. Die übrigen 16% der Umsatzerlöse werden weltweit erzielt, wobei eine geografische Konzentration auf Deutschland (5,9%), Italien (3,1%) und Frankreich (2,7%) gegeben ist.
- Zum 31. Dezember 2014 bestand der Vorstand der WP AG aus den Herren Dipl.-Ing. Grubbauer, Mag. Haunschmid und Ing. Hörtenhuber. Vorsitzender des Aufsichtsrates war Herr Dipl.-Ing. Pierer.

Die Gruppe entstand aus einem 1977 gegründeten niederländischen Unternehmen, das auf die Herstellung von Federungskomponenten spezialisiert war; der Fokus der WP liegt heute auf den für die Leistung ausschlaggebenden Bauteilen bei Motorrädern.

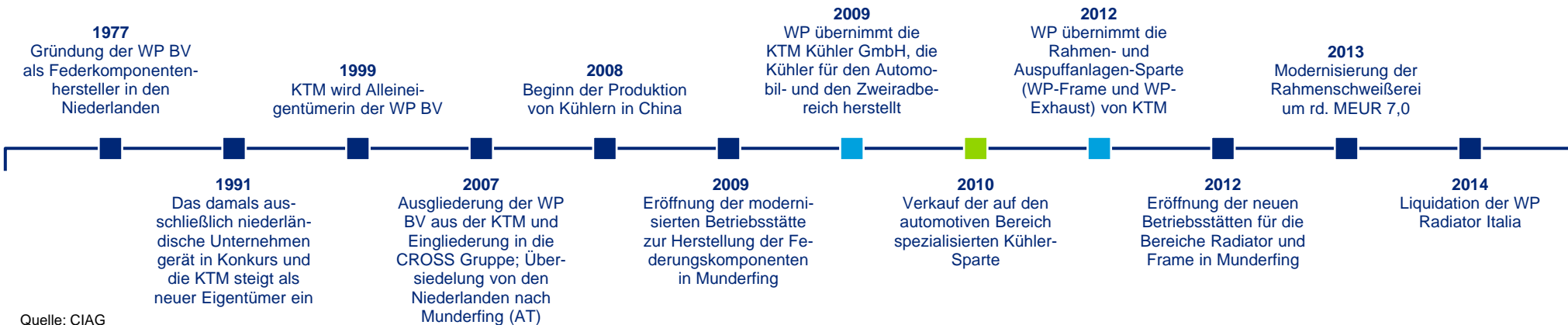
Standorte weltweit



Quelle: CIAG

Historische Eckpunkte

■ Allgemeine Ereignisse ■ Akquisition ■ Veräußerungen



Quelle: CIAG

Überblick über die Geschäftstätigkeit der WP

- Der der Planung zugrunde liegende Konsolidierungskreis umfasst die operativen Gesellschaften in Österreich sowie die WP Immo, in der sich die Betriebsstätten und weitere, an Dritte vermietete Liegenschaften befinden.
- Die Produktion erfolgt überwiegend in den österreichischen Werken in Munderfing und Mattighofen. Darüber hinaus ist auch die Gesellschaft in China operativ tätig; dabei handelt es sich allerdings um einen kleinen Standort, an dem ausschließlich Kühler hergestellt werden.
- Bei den Tochtergesellschaften in den Vereinigten Staaten von Amerika und Deutschland handelt es sich um Vertriebstöchter. Der Fokus liegt hierbei insbesondere auf dem After-Sales-Market.
- Die Betriebsstätte der niederländischen WP Suspension B.V. (im Folgenden „WP BV“) wurde aufgrund der Wirtschaftskrise in 2009 still gelegt. Die Gesellschaft beinhaltet eine holländische Liegenschaft und soll nach einem Verkauf dieser Liegenschaft liquidiert werden.

Die WP konnte ihre Umsatzerlöse in den letzten vier Jahren vor allem durch die Übernahme der Vorbetriebe Rahmen- und Auspufffertigung von KTM mehr als verdoppeln; Umsiedelungen einzelner Bereiche und Technologieumstellungen führten zwischenzeitlich zu einem Rückgang der Ertragskraft.

GuV - WP (IFRS)

MEUR	2010	2011	2012	2013	2014	CAGR 10-14
Umsatzerlöse	49,2	69,9	108,0	111,1	121,1	25,2%
Herstellungskosten	(39,3)	(57,5)	(92,7)	(93,7)	(100,4)	26,5%
Bruttoergebnis vom Umsatz	9,9	12,4	15,3	17,4	20,7	20,1%
Vertriebskosten	(2,0)	(2,1)	(1,8)	(3,0)	(3,7)	16,3%
Verwaltungskosten	(2,7)	(2,8)	(4,7)	(5,6)	(6,3)	23,2%
Forschung & Entwicklung	(1,4)	(2,0)	(2,0)	(2,2)	(2,0)	9,9%
Sonstige Aufwendungen & Erträge	(0,3)	(0,3)	(0,6)	(0,2)	(0,1)	(21,7)%
EBIT	3,5	5,2	6,3	6,4	8,6	25,3%
YoY in %	n/a	49,6%	20,7%	2,4%	33,4%	
Zinsergebnis	(0,6)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(2,5)	42,0%
So. Finanzerträge/-aufwendungen	(0,0)	(0,4)	0,1	(0,0)	(0,7)	153,4%
Finanzergebnis	(0,6)	(0,9)	(0,4)	(0,6)	(3,2)	50,0%
Ergebnis vor Steuern	2,8	4,3	5,9	5,8	5,3	17,2%
Steueraufwendungen/-erträge	0,6	(0,6)	(0,6)	(1,0)	(1,0)	n/a
Jahresüberschuss	3,4	3,7	5,3	4,9	8,9	27,2%
YoY in %	n/a	8,4%	42,8%	(7,6)%	83,2%	
Planmäßige Abschreibungen	1,4	1,4	2,2	2,4	3,6	25,6%
EBITDA	4,9	6,6	8,5	8,8	12,1	25,4%
Brutto-Marge	20,2%	17,8%	14,2%	15,6%	17,1%	
EBITDA-Marge	10,0%	9,5%	7,9%	8,0%	10,0%	
EBIT-Marge	7,0%	7,4%	5,8%	5,8%	7,1%	
EGT-Marge	5,8%	6,2%	5,4%	5,3%	4,4%	
ROIC (NOPLAT/Invested Capital)	n/a	16,3%	19,6%	16,1%	10,1%	
Zinsdeckungsgrad (EBIT/Zinsaufw.)	4,3	7,7	11,9	12,1	6,4	
Steuerquote	(20,2)%	14,5%	10,2%	16,6%	19,2%	

Quelle: CIA G; für die WP liegen vor 2014 keine geprüften Konzernabschlüsse vor

Umsatz- und Ertragsentwicklung

- Die deutlichen Anstiege der Umsatzerlöse in 2011 und 2012 (+42,1% bzw. +54,5%) sind auf den Aufbau der Sparte Radiator einerseits und die Zukäufe der Sparten Frame und Exhaust in 2012 andererseits zurückzuführen.
- Seit 2012 konnte die Brutto-Marge von rd. 14,2% auf über 17,1% gesteigert werden. Dieser Anstieg ist auch wesentlich für die Steigerung der EBITDA- und EBIT-Marge verantwortlich. Die niedrigeren Margen in 2012 und 2013 sind insbesondere auf die Umsiedlung der Sparte Radiator sowie die einhergehende Technologieumstellung zurückzuführen.
- Die Steuerquote lag in der Vergangenheit regelmäßig unterhalb des (österreichischen) Körperschaftsteuersatzes von 25%. Auskunftsgemäß ist das u.a. auf Firmenwertabschreibungen, Verlustvorträge und SiebteLababschreibungen zurückzuführen.
- Das Segment Suspension ist für knapp mehr als die Hälfte aller Umsatzerlöse verantwortlich und stellt somit das umsatzstärkste Segment der WP dar. Allerdings wird in diesem Segment, im Vergleich zu den anderen Bereichen, das geringste Wachstum erzielt. Das teilweise Auslaufen von nicht gruppenbezogenen Drittaufträgen führte zu einem relativ geringerem Wachstum.
- Das konstanteste Wachstum konnte in der Vergangenheit in den Bereichen Frame und Exhaust erreicht werden. In 2013 und 2014 lag das Wachstum jeweils im Bereich von 12% bis 14%, während die Umsatzerlöse in den Segmenten Suspension und Radiator im Jahr 2013 rückläufig waren.
- Die WP, als wesentlicher Lieferant der KTM, begleitet deren Wachstumskurs. Diese strategischen Überlegungen stellen die wesentlichen Herausforderungen der nächsten Jahre dar.

Umsatzerlöse nach Segmenten - WP

MEUR	Umsatzerlöse 2014	Wachstum 2014
Suspension	51,8%	3,8%
Exhaust	18,4%	12,9%
Frame	17,0%	13,4%
Radiator	12,9%	14,1%

Quelle: CIA G

Die Übernahme der WP Immo von der CIAG, die Modernisierung der Rahmenfertigung in 2013 sowie Investitionen in das immaterielle Anlagevermögen führten in den letzten Jahren zu einem starken Anstieg der Bilanzsumme. Die zum 31. Dezember 2014 vorhandenen liquiden Mittel sollen in 2015 für weitere Investitionen genutzt werden.

Bilanz Aktiva - WP (IFRS)

MEUR	31.12. 2010	31.12. 2011	31.12. 2012	31.12. 2013	31.12. 2014	CAGR 10-14
Immaterielle Vermögenswerte	0,3	0,3	0,4	1,0	10,8	149,4%
Sachanlagen	5,8	6,0	9,8	44,1	40,0	62,3%
Anteile an verb. Unternehmen	4,1	4,1	4,2	4,2	2,8	(9,8)%
Finanzanlagen	-	-	-	0,0	0,0	n/a
Latente Steuerforderung	0,2	0,1	0,4	0,4	0,3	10,1%
Sonstige lfr. Vermögenswerte	3,9	-	-	-	-	(100,0)%
Langfristige Vermögenswerte	14,3	10,6	14,8	49,8	53,9	39,4%
YoY in %	n/a	(25,6)%	38,9%	237,1%	8,3%	
Kassenbestand, Guthaben bei KI	4,5	5,9	0,0	0,2	13,5	31,8%
Forderungen LuL	3,0	3,5	13,1	15,0	10,6	37,1%
Forderungen ggü. verb. Unt.	4,9	7,8	3,1	0,5	1,0	(33,2)%
Vorräte	10,7	12,2	19,9	22,0	23,5	21,7%
Sonstige kfr. Vermögenswerte	1,4	0,8	1,8	0,6	1,3	(3,5)%
Kurzfristige Vermögenswerte	24,5	30,1	37,9	38,3	49,9	19,4%
YoY in %	n/a	22,8%	25,7%	1,1%	30,3%	
Summe Aktiva	38,8	40,7	52,6	88,0	103,7	27,9%
YoY in %	n/a	5,0%	29,2%	67,3%	17,9%	
Sachanlagenintensität	14,9%	14,8%	18,6%	50,1%	38,5%	
Nettoumlaufvermögen	9,68	13,08	18,75	18,18	11,39	
Liquidität 3. Grades*	1,94	2,17	1,98	1,91	1,46	

Quelle: CIAG; für die WP liegen vor 2014 keine geprüften Konzernabschlüsse vor; *kfr. Vermögen/kfr. Verbindlichkeiten

Vermögensentwicklung

- Die Bilanzsumme der WP stieg insbesondere in 2013 stark an und verdoppelte sich nahezu im Zeitraum von 2012 bis 2014. Aktivseitig ist der Anstieg in 2013 v.a. auf die Investitionen in das Sachanlagevermögen bzw. in 2014 auf die Investitionen in die immateriellen Vermögenswerte und den Aufbau der liquiden Mittel zurückzuführen.
- Die im Jahr 2013 erfolgten Investitionen in das Sachanlagevermögen beziehen sich auf die Übernahme der WP Immo von der CIAG und die Modernisierung der Rahmenschweißerei. Die im darauffolgenden Jahr getätigten Investitionen in die immateriellen Vermögenswerte betreffen den konzerninternen Kauf der Marke von der nicht konsolidierten WP BV und die Einführung einer neuen SAP-Software.
- Die Umschlagsdauer der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen stieg in der Vergangenheit mit zunehmender Unternehmensgröße von rd. 14 Tagen in 2011 auf über 30 Tage in 2013 und 2014 an. Diese Entwicklung ist vor allem auf die an KTM gewährten Zahlungsmodalitäten (Ausweitung des Zahlungszieles) zurückzuführen.
- Die liquiden Mittel sollen in 2015 für Investitionen im Exhaust-Bereich genutzt werden.
- Die Anteile an verbundenen Unternehmen beinhalten zum überwiegenden Teil die 100%-Beteiligung an der WP BV. Diese Gesellschaft verfügt im Wesentlichen über eine Liegenschaft, die als nicht betriebsnotwendig einzustufen ist. Darüber hinaus sind in dieser Position auch die Beteiligungen der WP Performance Systems GmbH an der US-amerikanischen und der deutschen Vertriebstochtergesellschaft sowie die Beteiligung der WP Components GmbH an der chinesischen Tochtergesellschaft enthalten.

Die Eigenkapitalquote lag, mit Ausnahme des Jahres 2013, im Bereich von 30% bis 40%; das Eigenkapital wurde durch die Einbehaltung von Gewinnen aufgebaut. Mit Übernahme der WP Immo im Dezember 2013 wurden auch die zur Finanzierung der enthaltenen Liegenschaften bestehenden Bankverbindlichkeiten übernommen.

Bilanz Passiva - WP (IFRS)

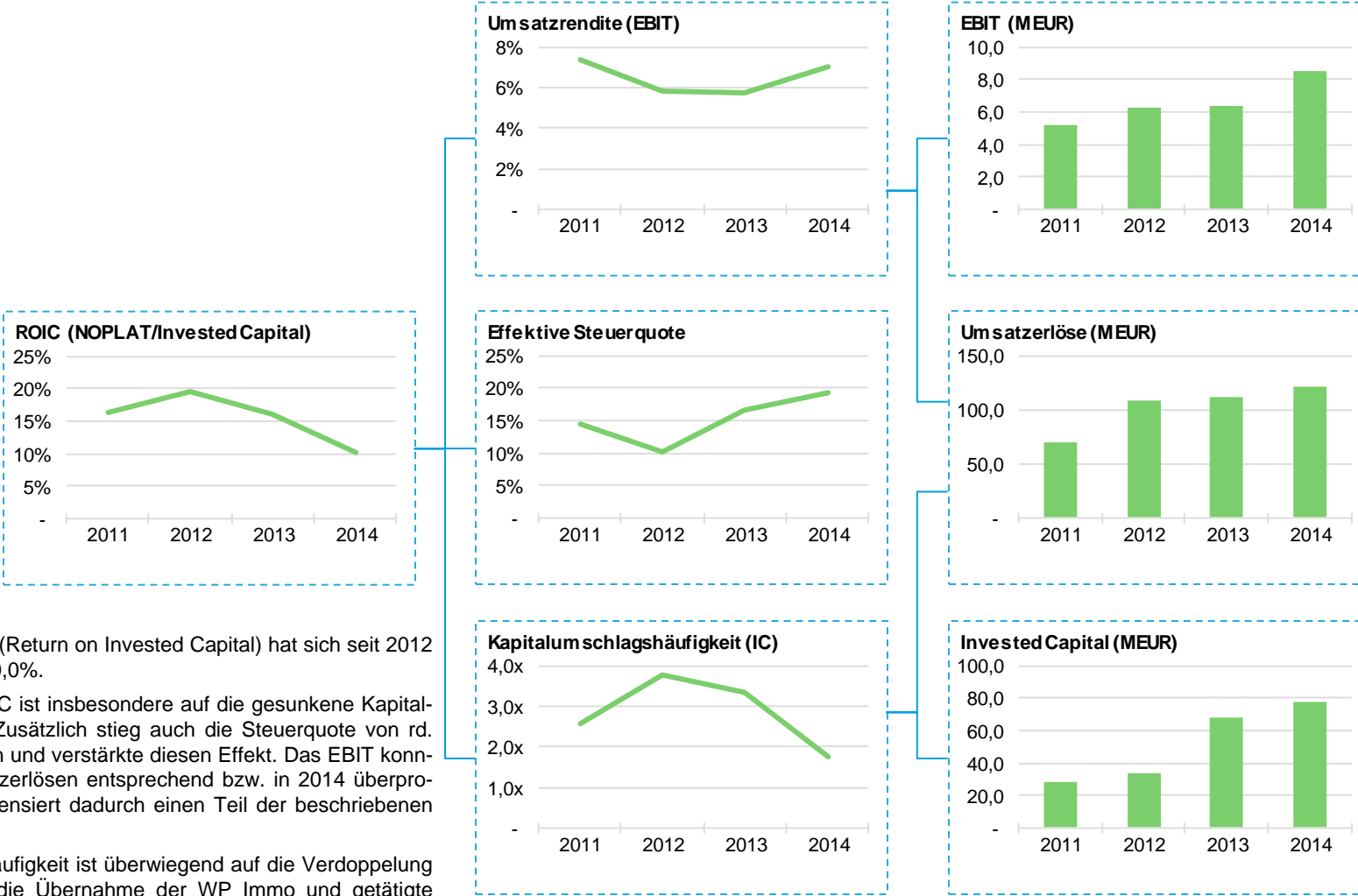
MEUR	31.12. 2010	31.12. 2011	31.12. 2012	31.12. 2013	31.12. 2014	CAGR 10-14
Eigenkapital	12,3	16,0	19,8	23,6	37,9	32,5%
YoY in %	n/a	30,0%	24,1%	18,8%	60,8%	
Verbindlichkeiten ggü. KI	10,3	8,7	8,8	36,5	30,5	31,1%
Finanzverb. ggü. verb. Unternehmer	2,0	-	-	-	-	(100,0)%
Verpflichtungen ggü. Arbeitnehmer	1,0	1,0	2,5	2,8	3,9	41,8%
Latente Steuerverbindlichkeit	-	0,0	-	-	1,0	n/a
Sonstige lfr. Rückstellungen	1,2	0,8	0,2	-	-	(100,0)%
Langfristige Verbindlichkeiten	14,6	10,6	11,5	39,4	35,5	25,0%
YoY in %	n/a	(27,3)%	8,7%	242,2%	(9,9)%	
Verbindlichkeiten ggü. KI	1,6	3,0	2,2	5,2	5,4	35,4%
Verbindlichkeiten LuL	4,4	6,1	10,3	9,5	12,1	29,1%
Verbindlichkeiten Hedging	-	-	-	0,3	0,6	n/a
Sonstige kfr. Verbindlichkeiten	4,8	4,5	7,9	9,1	11,1	23,4%
Sonstige kfr. Rückstellungen	1,2	0,5	0,9	1,0	1,2	(0,8)%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	12,0	14,2	21,3	25,1	30,4	26,2%
YoY in %	n/a	18,4%	50,3%	17,9%	21,0%	
Summe Passiva	38,8	40,7	52,6	88,0	103,7	27,9%
YoY in %	n/a	5,0%	29,2%	67,3%	17,9%	
Mitarbeiter	237	243	456	470	497	
Kapitalumschlagshäufigkeit	n/a	2,57x	3,76x	3,34x	1,78x	
Eigenkapitalquote	31,7%	39,3%	37,7%	26,8%	36,5%	

Quelle: CIAG; für die WP liegen vor 2014 keine geprüften Konzernabschlüsse vor

Entwicklung Kapitalstruktur

- Das Eigenkapital der WP konnte in der Vergangenheit durch die Einbehaltung von Gewinnen kontinuierlich aufgebaut werden.
- Der Aufbau der Finanzverbindlichkeiten in 2013 resultiert zu einem großen Teil aus der Übernahme der WP Immo im Dezember 2013. Letztere finanziert einen Teil ihrer Liegenschaften durch Bankverbindlichkeiten.
- Die Verpflichtungen gegenüber Arbeitnehmer umfassen zu einem wesentlichen Teil (MEUR 3,1) Rückstellungen für Abfertigungen. Darüber hinaus sind auch Rückstellungen für Jubiläumsgeld enthalten.
- Einhergehend mit dem Unternehmenswachstum bzw. dem Anstieg der Bilanzsumme wuchsen in der Vergangenheit auch die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen bis auf MEUR 12,1 in 2014 an. Zu diesem Zeitpunkt entspricht das 11,7% der Bilanzsumme.
- Bedingt durch das starke Unternehmenswachstum verdoppelte sich auch die Mitarbeiterzahl im Zeitraum 2010 bis 2014. Der Aufbau erfolgte insbesondere im administrativen Bereich, im Vertriebsbereich sowie im Bereich der Forschung und Entwicklung. Nach Auskunft des Managements ist im Produktionsbereich kein zum Umsatzwachstum äquivalenter Aufbau der Mitarbeiterzahl notwendig.
- Aufgrund der Investitionen der letzten Jahre und dem damit einhergehenden Anstieg der Bilanzsumme sank die Kapitalumschlagshäufigkeit von 2012 bis 2014 kontinuierlich. Den höchsten Wert erreichte die WP in 2012 bei Umsatzerlösen iHv. MEUR 108,0.

Der ROIC halbierte sich seit 2012 auf 10,0% in 2014; der Rückgang ist insbesondere auf den Anstieg des Invested Capital bzw. der daraus resultierenden niedrigeren Kapitalumschlagshäufigkeit zurückzuführen. Die Steigerung des EBIT kompensiert einen Teil des Effekts.



ROIC-Analyse

- Die Rendite auf das investierte Kapital (Return on Invested Capital) hat sich seit 2012 nahezu halbiert und liegt in 2014 bei 10,0%.
- Der kontinuierliche Rückgang des ROIC ist insbesondere auf die gesunkene Kapitalumschlagshäufigkeit zurückzuführen. Zusätzlich stieg auch die Steuerquote von rd. 10% in 2012 auf knapp 20% in 2014 an und verstärkte diesen Effekt. Das EBIT konnte währenddessen in etwa den Umsatzerlösen entsprechend bzw. in 2014 überproportional gesteigert werden und kompensiert dadurch einen Teil der beschriebenen negativen Effekte.
- Der Rückgang der Kapitalumschlagshäufigkeit ist überwiegend auf die Verdoppelung des Invested Capital, bedingt durch die Übernahme der WP Immo und getätigte Investitionen, zurückzuführen. Die Finanzierung erfolgte durch die Aufnahme von Fremdkapital sowie die Einbehaltung von Gewinnen.

Annahmen zu Wachstums-, Ertrags- und Kostenplanung nachvollziehbar (1/2).

Abschnitt	Findings
Überblick	<ul style="list-style-type: none"> Die WP hat ihren Sitz in Oberösterreich und ist als Zulieferer auf die Entwicklung, Herstellung und Vertrieb von Federungskomponenten, Auspuffanlagen, Rahmen und Kühlsystemen für Zweiräder spezialisiert. Rund 84% der Umsatzerlöse erzielte die WP im Jahr 2014 mit Unternehmen der CROSS Gruppe. Die Gruppe entstand aus einem 1977 gegründeten niederländischen Unternehmen, das auf die Herstellung von Federungskomponenten spezialisiert war; der Fokus der WP liegt heute auf den für die Leistung ausschlaggebenden Bauteilen bei Motorrädern.
Historische Entwicklung	<ul style="list-style-type: none"> Die WP konnte ihre Umsatzerlöse in vier Jahren vor allem durch Akquisitionen mehr als verdoppeln; Umsiedelungen einzelner Bereiche und Technologieumstellungen führten zwischenzeitlich zu einem Rückgang der Ertragskraft. Die Übernahme der WP Immo von der CIAG, die Modernisierung der Rahmenfertigung in 2013 sowie Investitionen in das immaterielle Anlagevermögen führten in den letzten Jahren zu einem starken Anstieg der Bilanzsumme. Die zum 31. Dezember 2014 vorhandenen liquiden Mittel sollen in 2015 für weitere Investitionen genutzt werden. Die Eigenkapitalquote lag, mit Ausnahme des Jahres 2013, im Bereich von 30% bis 40%; das Eigenkapital wurde durch die Einbehaltung von Gewinnen aufgebaut. Mit Übernahme der WP Immo im Dezember 2013 wurden auch die zur Finanzierung der enthaltenen Liegenschaften bestehenden Bankverbindlichkeiten übernommen. Der ROIC halbierte sich seit 2012 auf 10,0% in 2014; der Rückgang ist insbesondere auf den Anstieg des Invested Capital bzw. der daraus resultierenden niedrigeren Kapitalumschlagshäufigkeit zurückzuführen. Die Steigerung des EBIT kompensiert einen Teil des Effekts.
Planung & Plausibilisierung*	<ul style="list-style-type: none"> Das Unternehmen zeichnet sich durch hohes technologisches Know-How und hohe Qualitätsstandards aus; das führt auf der anderen Seite zu vergleichsweise hohen Produktionskosten und einem eingeschränkten Abnehmermarkt. Unserer Bewertung liegt die von der WP erstellte und vom Aufsichtsrat der WP AG am 27. November 2014 beschlossene bzw. zur Kenntnis genommene Teilkonzernplanung für die Jahre 2015 bis 2020 zugrunde. Die Planung wurde in Abstimmung mit der Planung der KTM als größtem Kunden der WP erstellt. Obwohl die WP ihre Umsatzerlöse zu über 80% mit der KTM erwirtschaftet, liegt das geplante Wachstum hinter dem der KTM zurück. Die Ergebnis-Margen waren in der Vergangenheit von Sondereffekten belastet und sollen in der Zukunft geringfügig ansteigen. Das starke Umsatzwachstum in den Perioden 2011 und 2012 konnte vor allem durch Zukäufe erreicht werden; im Vergleich zu den Unternehmen der Peer Group erscheinen die Wachstumserwartungen des Managements eher konservativ. In etwa die Hälfte der Umsatzerlöse erwirtschaftet die WP in ihrem Kernsegment Suspension. Weite Teile ihrer Umsatzerlöse erzielt die WP konzernintern, davon überwiegend mit der KTM.

*Eine umfassende Darstellung der zugrundeliegenden Planzahlen sowie unsere darauf aufbauenden Analysen und Plausibilisierungen finden sich im Appendix

Annahmen zu Wachstums-, Ertrags- und Kostenplanung nachvollziehbar (2/2).

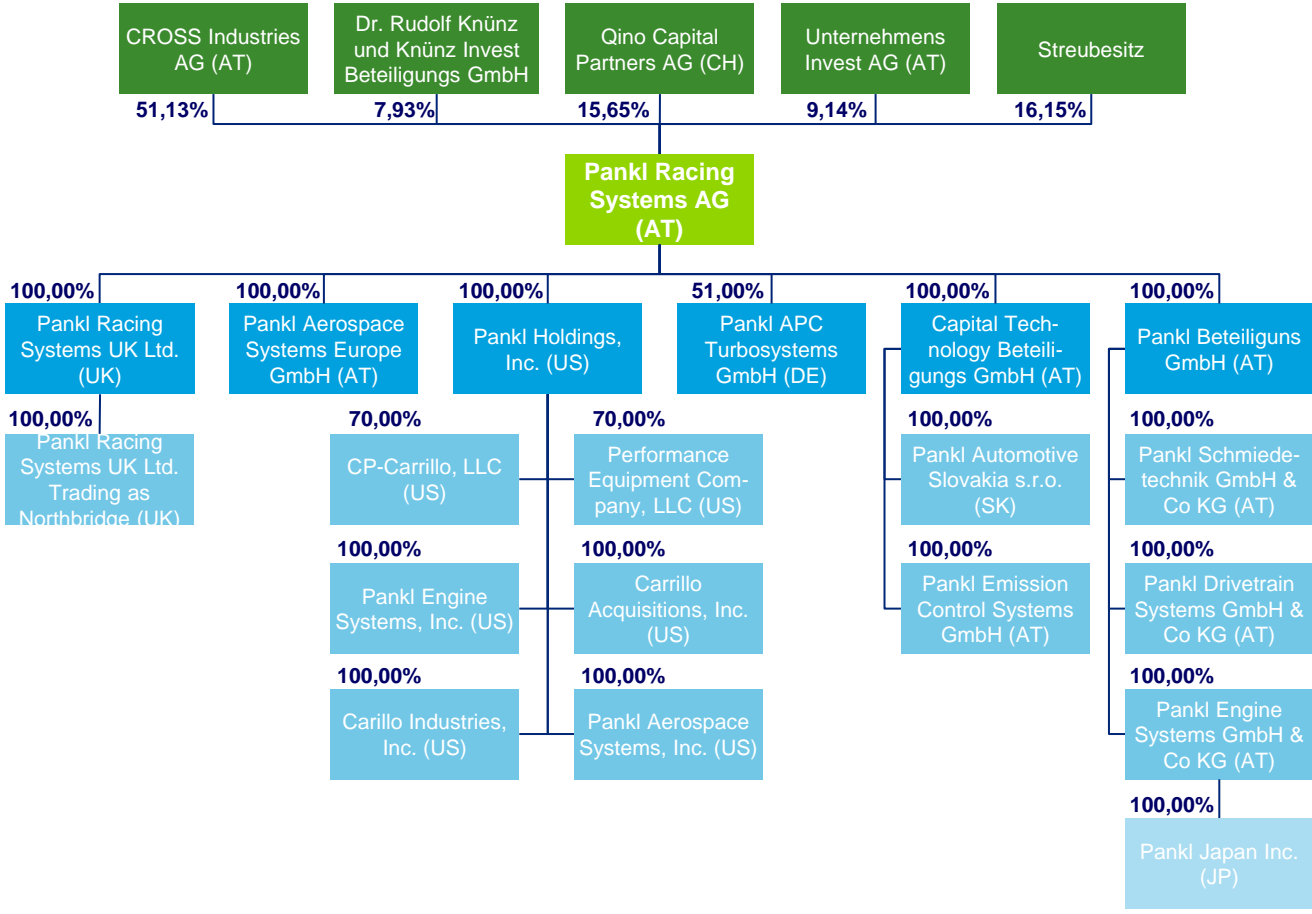
Abschnitt	Findings
Planung & Plausibilisierung*	<ul style="list-style-type: none">• Die EBITDA-Marge soll im Vergleich zur Vergangenheit leicht gesteigert werden. Sowohl die Vertriebs- als auch die Verwaltungskosten stiegen in der Vergangenheit an; in diesen Bereichen sollen in Zukunft geringfügige Einsparungen im Verhältnis zu den Umsatzerlösen möglich sein.• Die WP plant in 2015 Investitionen insbesondere zur Übersiedelung der Sparte Exhaust von Mattighofen an den Standort in Munderfing. Die Planungsrechnung sieht im Detailplanungszeitraum die Tilgung von Finanzverbindlichkeiten von in Summe rd. MEUR 11,1 vor.• Die immateriellen Vermögenswerte beinhalten die im Jahr 2014 von der WP BV übertragene Marke. Das Anlagevermögen soll im Detailplanungszeitraum in etwa auf dem Niveau des ersten Planjahres 2015 gehalten werden.• Die WP plant den stetigen Aufbau ihres Eigenkapitals durch die Einbehaltung von Gewinnen, während die Bankverbindlichkeiten kontinuierlich zurückgeführt werden sollen. Im Detailplanungszeitraum kommt es zu einem leichten Anstieg der Bilanzsumme.• Das Verhältnis von Nettoumlaufvermögen zu Umsatzerlösen soll im Detailplanungszeitraum in etwa auf den historischen, vor 2014 erreichten Niveaus liegen. Das Jahr 2014 ist von Sondereffekten gekennzeichnet.• Ausgehend vom im Jahr 2014 erreichten Niveau soll der ROIC im Detailplanungszeitraum geringfügig ansteigen. Im Vergleich zur Vergangenheit liegen die erwarteten ROIC damit deutlich unterhalb historisch erreichter Werte.

*Eine umfassende Darstellung der zugrundeliegenden Planzahlen sowie unsere darauf aufbauenden Analysen und Plausibilisierungen finden sich im Appendix

Abschnitt	Seite	Bewertungsobjekt – Pankl Racing Systems AG	Seite
Inhaltsverzeichnis	3	Überblick	39
Executive Summary	7	Finanzdaten im Überblick	41
Bewertungsobjekt	10	Börsennotiz	45
Bewertungsobjekt – KTM AG	18	Zusammenfassung	47
Bewertungsobjekt – WP	29		
Bewertungsobjekt – Pankl Racing Systems AG	38		
Bewertungsobjekt – Wethje Gruppe	49		
Bewertungsobjekt – Durmont Teppichbodenfabrik GmbH	53		
Bewertungsobjekt – CIAG	57		
Bewertungsobjekt – PF Beteiligungsverwaltungs GmbH	63		
Bewertungsmethodik	65		
Bewertungsergebnisse	83		
Appendix	98		

Zum Bewertungsstichtag ist die CROSS Industries AG mit einem Anteil von 51,13% der Mehrheitsaktionär der Pankl Gruppe; die Pankl Gruppe selbst hält direkte Beteiligungen an sechs weiteren Gesellschaften.

Eigentümerstruktur 31. Dezember 2014



Überblick

- Die heutige Pankl Racing Systems AG (im Folgenden „Pankl Gruppe“) hat ihren Sitz in 8605 Kapfenberg, wurde am 27. April 1996 im Firmenbuch des Landesgerichts Leoben eingetragen (FN 143981m) und notiert seit März 2007 an der Wiener Börse.
- Die Unternehmensgruppe ist spezialisiert auf die Entwicklung, die Erzeugung und den Vertrieb von Motor- und Antriebssystemen sowie Fahrwerksteilen für folgende drei Segmente:
 - Racing (Rennsport)

In diesem Bereich liegen die Tätigkeitsschwerpunkte in der Entwicklung, der Konstruktion und der Herstellung sowie dem Testen von Kurbeltrieben, Kolben, Kolbenbolzen, Pleuel, Kurbelwellen und Turbo-Applikationen sowie kompletten Antriebs- und Fahrwerkssystemen für den Rennsport.
 - High-Performance-Autos

In diesem Segment entwickelt und fertigt die Pankl Gruppe Antriebs- und Motorkomponenten für Luxusautomobile, Motorenkomponenten für den After-Sales-Markt sowie High Performance Aluminiumschmiedeteile.
 - Aerospace (Luftfahrtindustrie)

Als direkter Zulieferer für die Luftfahrtindustrie liefert die Gruppe komplexe Antriebskomponenten, Triebwerkswellen, Luftbetankungsrohre und Fahrwerksteile für Flächenflugzeuge und Helikopter.
- Zum 31. Dezember 2014 bestand der Vorstand der Pankl Gruppe aus Mag. Wolfgang Plasser und Josef Faigle. Vorsitzender des Aufsichtsrates war Dipl.-Ing. Stefan Pierer.

Quelle: CIAG

Die Geschäftsaktivitäten der Pankl Racing Systems AG konzentrieren sich auf Nischenmärkte und unterteilen sich in die drei Bereiche „Racing“, „High-Performance“ und „Aerospace“; mit den Standorten in Österreich, Deutschland, Großbritannien, USA, Japan und der Slowakei werden die Kunden weltweit beliefert.

Standorte weltweit



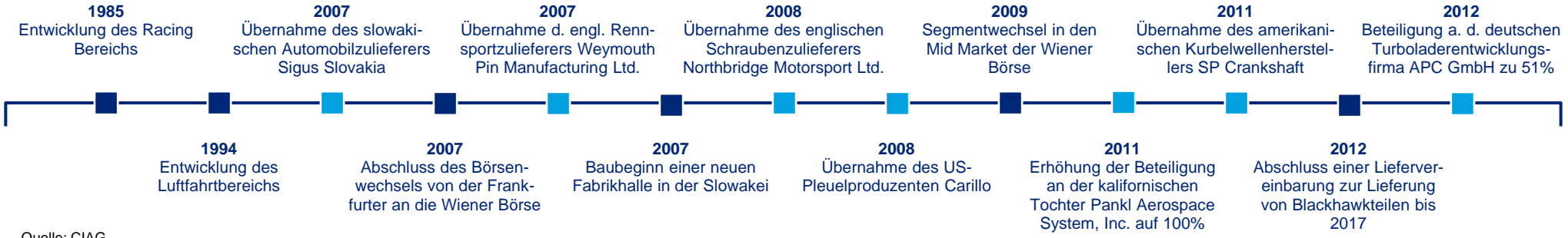
Quelle: CIAG

Überblick

- Die Pankl ist Weltmarktführer bei Titanpleueln und Antriebswellen sowie einer der führenden Hersteller von Haupt- und Heckrotorantriebswellen für Helikopter.
- Zu den historischen Eckpunkten der Pankl gehören mehrere Übernahmen. Zuletzt wurde eine Beteiligung an der deutschen Turboladerentwicklungsfirma APC GmbH in Ausmaß von 51,0% erworben.
- Das Unternehmen betreibt insgesamt zehn Werke in den Ländern USA, Großbritannien, Deutschland, Slowakei und Österreich.

Historische Eckpunkte

■ Allgemeine Ereignisse ■ Akquisition



Quelle: CIAG

Die negativen Auswirkungen der weltweiten Wirtschaftskrise waren vor allem in den Jahren 2009 und 2010 durch einen massiven Umsatzrückgang spürbar; ab dem Jahr 2011 zeigt sich wieder eine positive Umsatzentwicklung.

GuV - Pankl Gruppe (IFRS)

MEUR	2010	2011	2012	2013	2014	CAGR 10-14
Umsatzerlöse	89,8	105,4	127,7	139,8	165,0	16,4%
Herstellungskosten	(70,3)	(79,9)	(94,4)	(105,8)	(123,4)	15,1%
Bruttoergebnis vom Umsatz	19,5	25,5	33,3	34,0	41,6	20,9%
Vertriebskosten	(5,0)	(6,5)	(8,0)	(9,5)	(9,8)	18,5%
Verwaltungskosten	(13,3)	(14,1)	(16,9)	(20,8)	(21,2)	12,4%
Sonstige Aufwendungen & Erträge	2,6	2,1	2,0	2,4	1,3	(15,4)%
EBIT	3,8	7,0	10,4	6,2	11,9	33,0%
YoY in %	n/a	85,0%	47,8%	(40,8)%	93,4%	
Zinsergebnis	(1,2)	(1,1)	(1,5)	(2,1)	(2,5)	19,8%
So. Finanzerträge/-aufwendungen	(0,0)	(0,3)	(0,8)	(1,2)	(0,7)	214,5%
Finanzergebnis	(1,2)	(1,4)	(2,3)	(3,3)	(3,1)	27,3%
EGT	2,6	5,6	8,1	2,9	8,7	35,5%
Steueraufwendungen/-erträge	0,3	(1,1)	(2,2)	(0,4)	(1,9)	n/a
Jahresüberschuss	2,9	4,5	5,9	2,5	6,9	23,6%
Planmäßige Abschreibungen	8,3	8,2	9,6	11,3	12,4	10,7%
EBITDA	12,1	15,2	20,0	17,5	24,3	19,2%
Brutto-Marge	21,7%	24,2%	26,1%	24,3%	25,2%	
EBITDA-Marge	13,4%	14,4%	15,6%	12,5%	14,7%	
EBIT-Marge	4,2%	6,7%	8,1%	4,4%	7,2%	
EGT-Marge	2,9%	5,3%	6,4%	2,0%	5,3%	
ROIC (NOPLAT/Invested Capital)	n/a	5,4%	7,3%	4,2%	6,3%	
Steuerquote	(13,3)%	20,2%	26,8%	12,5%	21,6%	

Quelle: CIA G; Gliederung kann vom geprüften Jahresabschluss abweichen

Umsatz- und Ertragsentwicklung

- In der außerordentlichen Hauptversammlung vom 29. Juli 2010 wurde beschlossen, den Bilanzstichtag vom 30. September eines Jahres auf den 31. Dezember eines Jahres abzuändern und somit an jenen der CIAG anzupassen. Zur besseren Vergleichbarkeit umfasst das Geschäftsjahr 2010 die Periode vom 1. Jänner 2010 bis 31. Dezember 2010.
- Bedingt durch die weltweite Wirtschaftskrise ist es in den Jahren 2009 und 2010 zu einem massiven Umsatzrückgang bei der Pankl Gruppe gekommen. Durch entsprechende Reduktion der Kosten konnte dennoch in beiden Perioden ein positives Ergebnis erzielt werden. Bereits im Jahr 2011 konnte mit MEUR 105,4 wieder nahezu der Umsatz des Jahres 2008 (MEUR 105,9) erreicht werden.
- Im Jahr 2014 (Basis Q1-3/2014) wird der Großteil des Umsatzes (rd. 57%) durch das Segment Racing erzielt. Weitere rd. 28% des Umsatzes ergeben sich aus dem Bereich High Performance. Auf den Bereich der Luftfahrtindustrie (Aerospace) entfallen rd. 15% des Gesamtumsatzes.
- Die Herstellungskosten sind maßgeblich von den Rohstoffpreisen für Aluminium, Eisen, Titan etc. abhängig, wobei diesbezügliche Preisänderungen auskunftsgemäß innerhalb von einem Quartal an den Kunden weiterverrechnet werden können.
- Die Herausforderungen der Wachstumsstrategie sind neben dem Wachstum im etablierten Geschäftsbereich vor allem die effiziente Umsetzung der Expertise aus dem Projektgeschäft (Rennsport) in Klein- und Mittelserien sowie die Fortsetzung der erfolgreichen Aerospace-Strategie.

Umsatzerlöse nach Segmenten - Pankl Gruppe

	Umsatzanteil 2014*	Wachstum 2014**
Racing	57%	20,4%
High Performance	28%	16,0%
Aerospace	15%	13,0%

Quelle: Management Information; *Daten auf Basis Q3 2014; **Umsatzwachstum gegenüber Vorjahr Q3 2013

In den Jahren 2012 bis 2014 wurde das bisher größte Investitionsprogramm von rd. MEUR 65 an fast allen zehn Standorten der Pankl Gruppe realisiert, um künftiges Wachstumspotential sicherstellen zu können.

Bilanz Aktiva - Pankl Gruppe (IFRS)

MEUR	31.12. 2010	31.12. 2011	31.12. 2012	31.12. 2013	31.12. 2014	CAGR 10-14
Immaterielle Vermögenswerte	11,8	12,0	14,2	13,6	14,0	4,5%
Sachanlagen	42,0	42,0	59,0	66,1	71,5	14,2%
Finanzanlagen	2,2	2,1	2,0	1,8	2,0	(2,6)%
Latente Steuerforderung	5,4	4,0	3,2	4,4	3,2	(12,3)%
Langfristige Vermögenswerte	61,3	60,3	78,5	85,9	90,7	10,3%
YoY in %	n/a	(1,8)%	30,2%	9,5%	5,5%	
Kassenbestand, Guthaben bei KI	9,4	6,4	10,0	9,6	12,1	6,6%
Forderungen LuL	11,3	14,7	17,9	23,1	24,6	21,6%
Forderungen ggü. verb. Unt.	0,2	0,7	1,1	0,0	0,5	29,1%
Vorräte	31,9	34,4	39,5	49,0	51,3	12,7%
Sonstige kfr. Vermögenswerte	3,9	2,9	2,8	3,0	3,5	(2,9)%
Kurzfristige Vermögenswerte	56,6	59,1	71,3	84,7	92,0	12,9%
YoY in %	n/a	4,5%	20,7%	18,8%	8,6%	
Summe Aktiva	117,9	119,4	149,8	170,7	182,7	11,6%
YoY in %	n/a	1,2%	25,5%	13,9%	7,0%	
Sachanlagenintensität	35,6%	35,2%	39,4%	38,7%	39,1%	
Kapitalumschlagshäufigkeit	n/a	1,01x	1,23x	1,09x	1,12x	
Nettoumlaufvermögen	34,14	37,36	39,54	52,20	59,04	
Liquidität 3. Grades*	3,61	3,43	2,81	3,27	3,83	

Quelle: CIA G; Gliederung kann vom geprüften Jahresabschluss abweichen; *kfr. Vermögen/kfr. Verbindlichkeiten

Vermögensentwicklung

- Die Bilanzsumme der Pankl Gruppe verzeichnet im Betrachtungszeitraum einen kumulierten Anstieg von rd. MEUR 64,8 welcher im Wesentlichen aus der Erhöhung des Sachanlagevermögens, der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie des Vorrats- und Kassenbestandes resultiert.
- In den Jahren 2012 bis 2014 tätigte die Pankl Gruppe (Groß-)Investitionen an fast allen der zehn Standorte von rd. MEUR 65. Das Investitionsprogramm umfasste bspw. im Jahr 2012 die Beteiligung an der deutschen Turboladerentwicklungsfirma „APC GmbH“ in Mannheim um MEUR 1,2. Im Jahr 2013 wurde eine neue Serienpleuefabrik in Bruck/Mur um MEUR 9,5 fertiggestellt, in der Projekte für Ferrari, Ducati, Porsche, GM, Aprilia und Lamborghini umgesetzt werden sollen. Ebenso wurden neue Anlagen in den neuen Hallenbereichen in Kapfenberg für die Segmente Aerospace (MEUR 7,7) und Racing (MEUR 2,6) in Betrieb genommen. Im Jahr 2014 wurde die Schmiedehalle in Kapfenberg um eine neue automatisierte Pressenlinie um MEUR 9,4 erweitert, um Großprojekte für AMG, McLaren und Recaro abwickeln zu können.
- In der Position „Finanzanlagen“ ist ein im Jahr 2006 begebenes Darlehen für eine Gebäudetransaktion in Amerika enthalten. Das Darlehen zur Errichtung einer Produktionshalle in Kalifornien wurde im September 2006 iHv rd. MUS\$ 3,4 begeben, wobei eine jährliche Annuität von TUSD 206 vereinbart wurde.

Die Finanzierung des Investitionsprogramms erfolgte durch Kreditinstitute und die Emission einer Anleihe in 2013; durch die erhöhte Verschuldung und den Anstieg der Bilanzsumme sank die Eigenmittelquote von 54,6% in 2010 auf 42,0% in 2014.

Bilanz Passiva - Pankl Gruppe (IFRS)

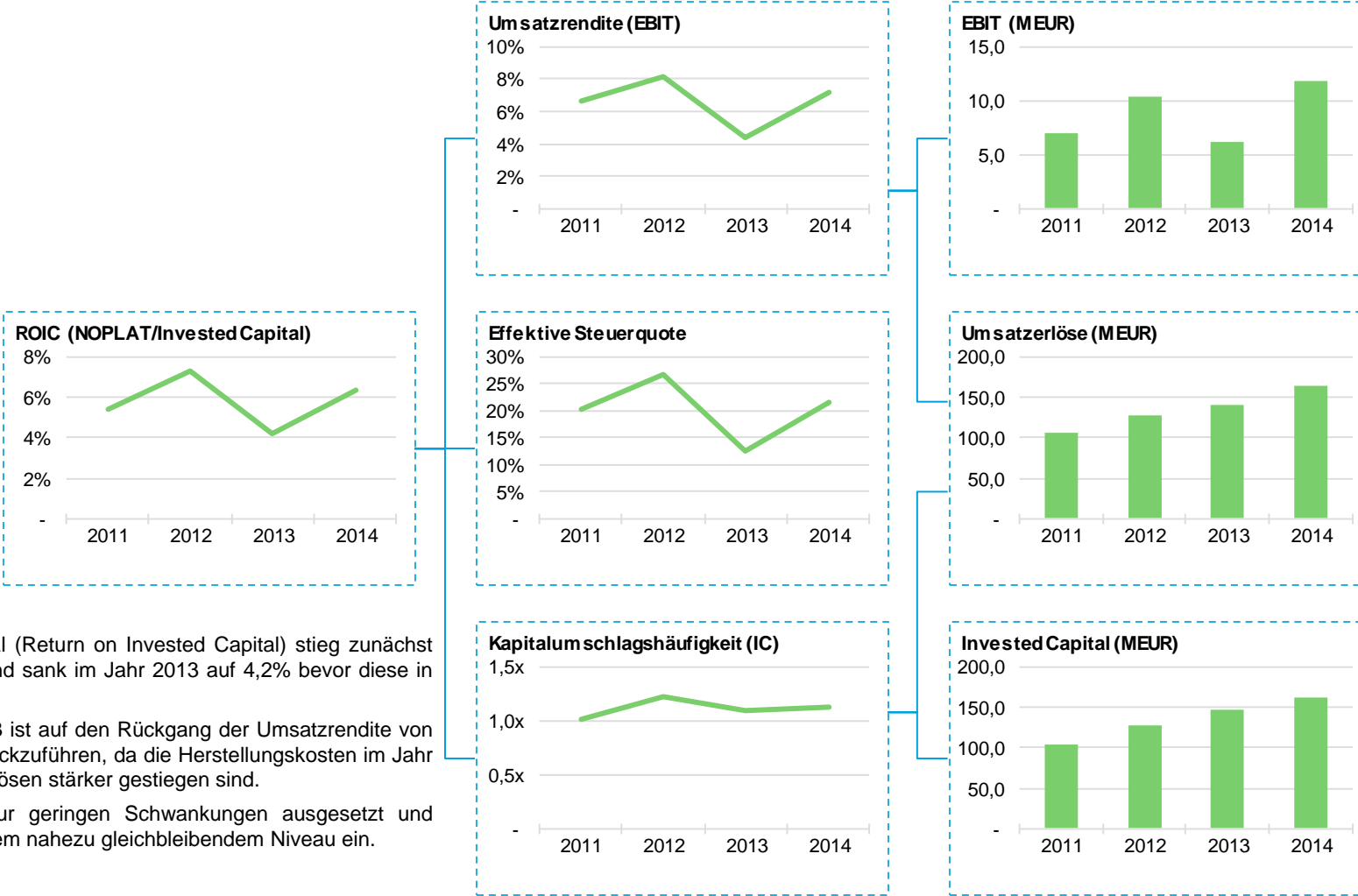
MEUR	31.12. 2010	31.12. 2011	31.12. 2012	31.12. 2013	31.12. 2014	CAGR 10-14
Hauptgesellschafter	62,4	61,9	65,2	63,8	71,6	3,5%
Minderheiten	2,1	2,5	4,4	4,6	5,2	25,9%
Eigenkapital	64,4	64,4	69,6	68,3	76,8	4,5%
YoY in %	n/a	(0,1)%	8,1%	(1,8)%	12,4%	
Anleihen	-	-	-	9,9	9,9	n/a
Verbindlichkeiten ggü. KI	26,2	20,2	34,9	53,0	54,6	20,2%
Sonstige verzins. Verbindlichkeiten	0,8	4,2	3,1	2,6	1,9	24,8%
Finance Lease	1,4	1,4	1,8	1,2	0,7	(14,8)%
Verpflichtungen ggü. Arbeitnehmer	1,0	1,1	1,3	1,4	1,8	14,9%
Latente Steuerverbindlichkeit	0,4	0,1	0,3	0,2	0,2	(15,5)%
Sonstige lfr. Verbindlichkeiten	0,8	0,9	0,9	0,8	1,2	11,1%
Sonstige lfr. Rückstellungen	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	(42,2)%
Langfristige Verbindlichkeiten	31,0	28,1	42,3	69,2	70,5	22,8%
YoY in %	n/a	(9,3)%	50,4%	63,7%	1,8%	
Verbindlichkeiten ggü. KI	9,9	11,4	14,8	9,9	14,3	9,7%
Sonstige verzins. Verbindlichkeiten	-	0,5	1,5	0,5	1,0	n/a
Finance Lease	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5	(9,3)%
Verbindlichkeiten LuL	6,0	9,4	12,3	12,9	10,6	15,4%
Verbindlichkeiten Hedging	0,3	-	1,0	0,6	0,7	24,4%
Sonstige kfr. Verbindlichkeiten	5,3	4,5	7,3	8,4	8,1	10,9%
Sonstige kfr. Rückstellungen	0,3	0,4	0,3	0,3	0,2	(8,1)%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	22,5	26,9	37,9	33,1	35,4	12,0%
YoY in %	n/a	19,3%	41,0%	(12,6)%	7,0%	
Summe Passiva	117,9	119,4	149,8	170,7	182,7	11,6%
YoY in %	n/a	1,2%	25,5%	13,9%	7,0%	
Mitarbeiter	823	985	1.142	1.189	1.287	
Kapitalumschlagshäufigkeit	n/a	1,01x	1,23x	1,09x	1,12x	
Eigenkapitalquote	54,6%	53,9%	46,5%	40,0%	42,0%	

Quelle: CIAG; Gliederung kann vom geprüften Jahresabschluss abweichen

Entwicklung Kapitalstruktur

- Im Jahr 2013 wurden Anleihen – Nominale von MEUR 10 – begeben. Die jährliche Verzinsung beläuft sich auf 3,25%, wobei die vollständige Rückzahlung zum Stichtag 30. August 2017 erfolgen soll.
- Zur Umsetzung des Investitionsprogramms (in den Jahren 2012 bis 2014) wurden langfristige Finanzierungen aufgenommen, wodurch es ab dem Jahr 2012 zu einem Anstieg der Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten gekommen ist. Zur kurzfristigen Überbrückung stehen Kontokorrentrahmen zur Verfügung, die je nach aktuellem Bedarf in Anspruch genommen werden. Kredite, die in Zusammenhang mit FFG Förderungen stehen, werden unter den sonstigen (langfristigen und kurzfristigen) verzinslichen Verbindlichkeiten ausgewiesen.
- Die Pankl Gruppe mietet zum Teil Grundstücke mit Gebäuden sowie Maschinen mittels Leasingverträgen an. Während für Produktionsmaschinen und Teststände ein Finanzierungsleasing abgeschlossen wird, werden Gebäude, (kleinere) Produktionsmaschinen und Fahrzeuge durch Operating Leasing finanziert.
- Unter den sonstigen langfristigen Verbindlichkeiten sind Investitionszuschüsse aus öffentlichen Mitteln für Anlagen enthalten, die entsprechend der Abschreibung der zugrundeliegenden Anlage erfolgswirksam realisiert werden.

Insgesamt ist ein schwankender ROIC-Verlauf zu beobachten; im Jahr 2013 kommt es aufgrund der stark ansteigenden Herstellungskosten zu einem Rückgang des Ergebnisses vor Zinsen und Steuern (EBIT); ab 2013 zeigt sich aufgrund der steigenden Umsatzrendite wieder eine positive Entwicklung.

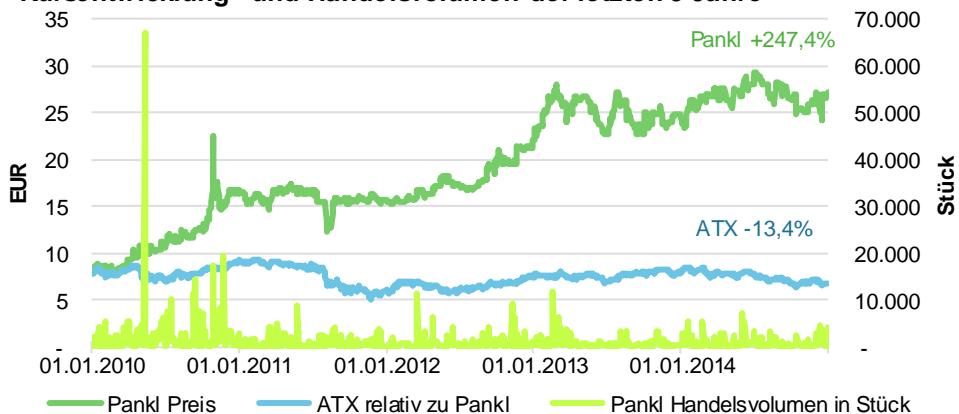


ROIC-Analyse

- Die Rendite auf das investierte Kapital (Return on Invested Capital) stieg zunächst von 5,4% in 2011 auf 7,3% in 2012 und sank im Jahr 2013 auf 4,2% bevor diese in 2014 wieder auf 6,3% anstieg.
- Der Rückgang des ROIC im Jahr 2013 ist auf den Rückgang der Umsatzrendite von rd. 8% in 2012 auf rd. 4% in 2013 zurückzuführen, da die Herstellungskosten im Jahr 2013 im Unterschied zu den Umsatzerlösen stärker gestiegen sind.
- Die Kapitalumschlagshäufigkeit ist nur geringen Schwankungen ausgesetzt und pendelt sich ab dem Jahr 2013 auf einem nahezu gleichbleibendem Niveau ein.

Die Aktie der Pankl notiert im Mid Market der Wiener Börse und zeigt bei geringem Handelsvolumen eine deutliche Outperformance gegenüber dem Leitindex ATX seit 2010.

Kursentwicklung* und Handelsvolumen der letzten 5 Jahre



Quelle: Bloomberg; *bereinigt um Dividenden und Aktiensplits

Börsenkurse zur Plausibilisierung

- Die Pankl-Aktie notiert seit dem Börsengang am 15. März 2007 an der Wiener Börse im Mid Market.
- Zum Bewertungsstichtag war das Grundkapital auf 3.150.000 Stück Aktien aufgeteilt.
- Aufgrund des geringen Streubesitzes der Aktien iHv. ca. 16% kommt es zu Schwankungen des Aktienpreises. In den 12 Monaten vor dem Bewertungsstichtag lag der Durchschnittskurs bei EUR 26,75, mit einem Minimum bei EUR 23,43 und einem Maximum bei EUR 29,28. Im dargestellten Zeitraum stieg der Aktienkurs der Pankl um 247,4% während der ATX um 13,4% zurückging.

Durchschnittliche Börsenkurse zum 31.12.2014

EUR	
Schlusskurs	27,1
Aktienanzahl	3.150.000
Marktkapitalisierung	85.428.000,0
3M-Durchschnittskurs	26,0
Implizierte Marktkapitalisierung	81.821.488,6
6M-Durchschnittskurs	26,9
Implizierte Marktkapitalisierung	84.727.602,3
12M-Durchschnittskurs	26,8
Implizierte Marktkapitalisierung	84.271.636,2

Anmerkung: Es wurden dividendenadjustierte Börsenkurse verwendet.

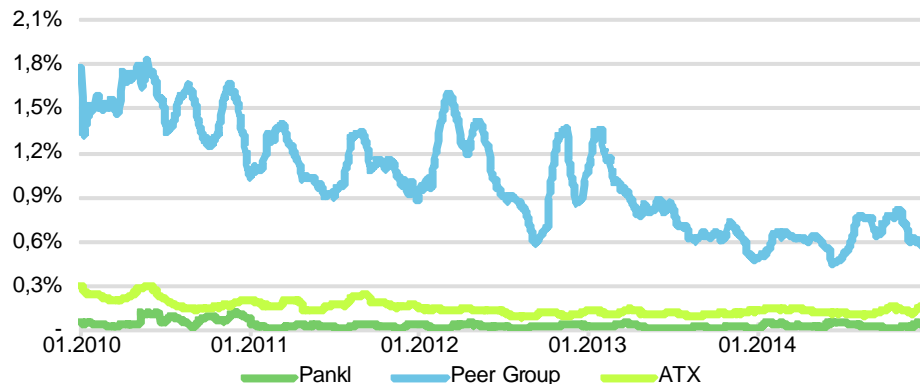
Quelle: Bloomberg

Pankl Aktie

Key Facts	
Aktienanzahl:	3.150.000
Streubesitz:	16,15%
Erstnotiz:	15. März 2007
ISIN:	AT0000800800
Handelsplatz:	Wiener Börse
Handelssegment:	Ämtlicher Handel
Marktsegment:	Mid Market
Analystencoverage:	BuySellsignals, Wright Investors' Service
Quelle: Bloomberg	

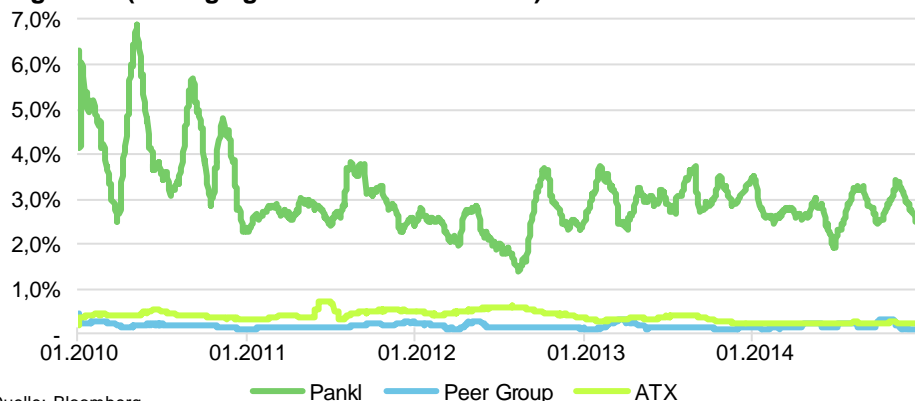
In Anbetracht der sehr geringen Liquidität der Pankl Aktie – gemessen am Handelsumsatz und der relativen Bid-Ask-Spreads während den letzten Jahren – ist die Marktkapitalisierung der Pankl von eingeschränkter Aussagekraft.

Handelsumsatz* Pankl vs. Peer Group und ATX Mitglieder (30 Tage gleitender Durchschnitt)



Quelle: Bloomberg; *gehandelte Stück im Verhältnis zu den ausstehenden Aktien

Relative Bid-Ask-Spreads Pankl vs. Peer Group und ATX Mitglieder (30 Tage gleitender Durchschnitt)



Quelle: Bloomberg

Liquidität der Pankl-Aktie

Die Liquidität, Marktgängigkeit oder Handelshäufigkeit einer Aktie hat einen sehr großen Einfluss auf die Aussagekraft der Börsenkurse bzw. Marktkapitalisierung. Bei geringer Liquidität sind Abweichungen vom beobachtbaren Aktienkurs zum „wahren“ bzw. „inneren“ Wert zu erwarten, da Marktinformationen oftmals unzureichend verfügbar bzw. unzureichend eingepreist sind. Es gibt verschiedene Messgrößen für die Liquidität von Vermögensgegenständen. Am meisten verwendet werden der Handelsumsatz (Trading Volume) und der relative Bid-Ask-Spread eines Vermögensgegenstandes.

Handelsumsatz

Dieser berechnet sich aus dem Handelsvolumen (in Stück oder Währungseinheit) dividiert durch die Summe der ausstehenden Aktien eines Unternehmens (in Stück oder Währungseinheit). Ein hoher Handelsumsatz zeigt, dass ein hoher Anteil der ausstehenden Aktien gehandelt wird und deutet somit auf eine liquidere Aktie hin.

Die Pankl Aktie verzeichnete durchgehend einen wesentlich geringeren Handelsumsatz als die Unternehmen der Peer Group und die Mitglieder des ATX.

Relativer Bid-Ask-Spread

Der relative Bid-Ask-Spread steht für die Differenz zwischen dem Kauf- und Verkaufskurs im Vergleich zum Mid-Kurs eines Vermögensgegenstandes. Je höher die Differenz zwischen Bid- und Ask-Kurs, desto höher liegen die Transaktionskosten für Investoren.

Die relativen Bid-Ask-Spreads der Pankl Aktie lagen im Jahr 2010 zeitweise weit über jenen der Peer Group und der ATX Mitglieder. Ab Anfang Dezember 2011 bis Mitte August 2012 war eine leichte Annäherung an die Vergleichsunternehmen bzw. die Mitglieder des ATX zu beobachten. Seitdem ist im Durchschnitt ein nahezu gleichbleibender Abstand zu den Vergleichsunternehmen zu beobachten.

Die Planung wurde im Hinblick auf Geschäftsfeld und historische Entwicklung analysiert; die Planungsprämissen sind nachvollziehbar (1/2).

Abschnitt	Findings
Überblick	<ul style="list-style-type: none"> • Zum Bewertungsstichtag ist die CROSS Industries AG mit einem Anteil von 51,13% der Mehrheitsaktionär der Pankl Gruppe; die Pankl Gruppe selbst hält direkte Beteiligungen an sechs weiteren Gesellschaften. • Die Geschäftsaktivitäten der Pankl Racing Systems AG konzentrieren sich auf Nischenmärkte und unterteilen sich in die drei Bereiche „Racing“, „High-Performance“ und „Aerospace“; mit den Standorten in Österreich, Deutschland, Großbritannien, USA, Japan und der Slowakei werden die Kunden weltweit beliefert.
Historische Entwicklung	<ul style="list-style-type: none"> • Die negativen Auswirkungen der weltweiten Wirtschaftskrise waren vor allem in den Jahren 2009 und 2010 durch einen massiven Umsatzrückgang spürbar; ab dem Jahr 2011 zeigt sich wieder eine positive Umsatzentwicklung. • Der Anstieg des Net Working Capitals verursacht einen massiven Rückgang des operativen Cash-Flows im Jahr 2013; insgesamt ist ein schwankender Cash-Flow-Verlauf in den vergangenen Jahren zu beobachten. • In den Jahren 2012 bis 2014 wurde das bisher größte Investitionsprogramm von rd. MEUR 65 an fast allen zehn Standorten der Pankl Gruppe realisiert, um künftiges Wachstumspotential sicherstellen zu können. • Die Finanzierung des Investitionsprogramms erfolgte durch Kreditinstitute und die Emission einer Anleihe in 2013; durch die erhöhte Verschuldung und den Anstieg der Bilanzsumme sank die Eigenmittelquote von 54,6% in 2010 auf 42,0% in 2014. • Insgesamt ist ein schwankender ROIC-Verlauf zu beobachten; im Jahr 2013 kommt es aufgrund der stark ansteigenden Herstellungskosten zu einem Rückgang des Ergebnisses vor Zinsen und Steuern (EBIT); ab 2013 zeigt sich aufgrund der steigenden Umsatzrendite wieder eine positive Entwicklung. • Die Aktie der Pankl notiert im Mid Market der Wiener Börse und zeigt bei geringem Handelsvolumen eine deutliche Outperformance gegenüber dem Leitindex ATX seit 2010. • In Anbetracht der sehr geringen Liquidität der Pankl Aktie – gemessen am Handelsumsatz und der relativen Bid-Ask-Spreads während den letzten Jahren – ist die Marktkapitalisierung der Pankl von eingeschränkter Aussagekraft.

*Eine umfassende Darstellung der zugrundeliegenden Planzahlen sowie unsere darauf aufbauenden Analysen und Plausibilisierungen finden sich im Appendix

Die Planung wurde im Hinblick auf Geschäftsfeld und historische Entwicklung analysiert; die Planungsprämissen sind nachvollziehbar (2/2).

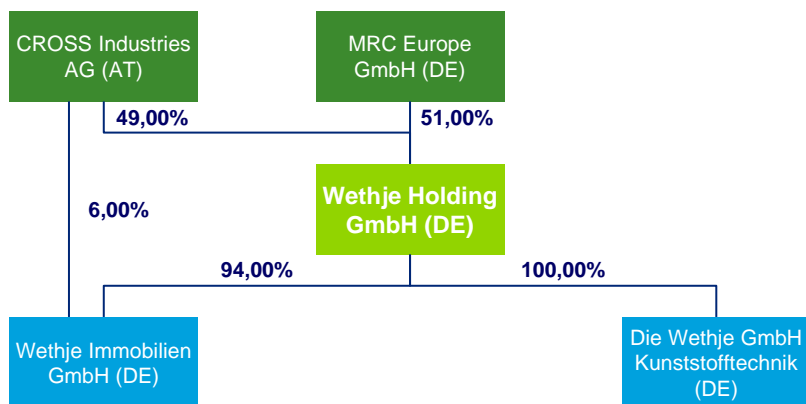
Abschnitt	Findings
Planung & Plausibilisierung*	<ul style="list-style-type: none">• Trotz weltweiter Präsenz und Spezialisierung auf hochqualitative Produkte im Spitzensegment, ist die Pankl Gruppe von den Entwicklungen in einem Nischenmarkt abhängig; der erhöhten Nachfrage nach alternativen Antriebskonzepten steht die Innovationskraft der Gruppe gegenüber.• Unserer Bewertung liegt die von der Pankl Gruppe erstellte Konzernplanung für die Jahre 2015 bis 2019 mit Stand vom 30. Jänner 2015 zugrunde. Der größte Umsatz- und Ergebniszuwachs wird im High Performance-Bereich erwartet.• Aufgrund der aktuell guten Auftragslage sowie der bereits erfolgten Ausweitung der Produktionskapazität wird ab dem Jahr 2015 mit deutlichen Umsatz- und überproportionalen Ergebniszuwächsen gerechnet.• In den Jahren 2012 und 2014 liegt das Umsatzwachstum der Pankl Gruppe am oberen Ende der Bandbreite vergleichbarer Unternehmen, während in den Folgeperioden von einem konservativeren Wachstum, das am untern Ende der Bandbreite liegt, ausgegangen wird.• Gemessen an der Umsatzverteilung in 2014 ist der Racing Bereich das stärkste Segment der Pankl Gruppe.• Nach einem nahezu kontinuierlichen Aufbau der liquiden Mittel in den Jahren 2011 bis 2016 soll es 2017 aufgrund der Tilgung der ausgegebenen Anleihen zu einer Reduktion des Kassenbestandes kommen. In den beiden Folgeperioden soll sich dieser Trend, bedingt durch die geplanten Tilgungen der Darlehen sowie der Investitionen, fortsetzen.• Durch das in den Jahren 2012 bis 2014 durchgeführte Investitionsprogramm im Gesamtausmaß von rd. MEUR 65,0 an fast allen zehn Standorten sowie der Investitionen in den Folgeperioden soll die Umsatzkapazität der Pankl Gruppe deutlich steigen.• Die Bilanzsumme der Pankl Gruppe verzeichnet im Betrachtungszeitraum 2010 bis 2019 einen kumulierten Anstieg von rd. MEUR 69. Im Jahr 2017 soll die Bilanzsumme aufgrund der Tilgung der im Jahr 2013 ausgegebenen Anleihen im Vergleich zum Vorjahr leicht sinken.• Ein erwarteter Anstieg des Vorratsbestandes sowie der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen führen zu einer leichten Erhöhung der Kapitalbindung im Nettoumlaufvermögen bis 2019 bei gleichzeitig stark steigenden Umsatzerlösen.• Der ROIC soll sich in den ersten beiden Jahren der Detailplanungsphase nahezu konstant entwickeln, bevor dieser bis 2019 aufgrund der steigenden Umsatzrendite und Kapitalumschlagshäufigkeit ansteigt.

*Eine umfassende Darstellung der zugrundeliegenden Planzahlen sowie unsere darauf aufbauenden Analysen und Plausibilisierungen finden sich im Appendix

Abschnitt	Seite	Bewertungsobjekt – Wethje Gruppe	Seite
Inhaltsverzeichnis	3	Überblick	50
Executive Summary	7	Finanzdaten im Überblick	52
Bewertungsobjekt	10		
Bewertungsobjekt – KTM AG	18		
Bewertungsobjekt – WP	29		
Bewertungsobjekt – Pankl Racing Systems AG	38		
Bewertungsobjekt – Wethje Gruppe	49		
Bewertungsobjekt – Durmont Teppichbodenfabrik GmbH	53		
Bewertungsobjekt – CIAG	57		
Bewertungsobjekt – PF Beteiligungsverwaltungs GmbH	63		
Bewertungsmethodik	65		
Bewertungsergebnisse	83		
Appendix	98		

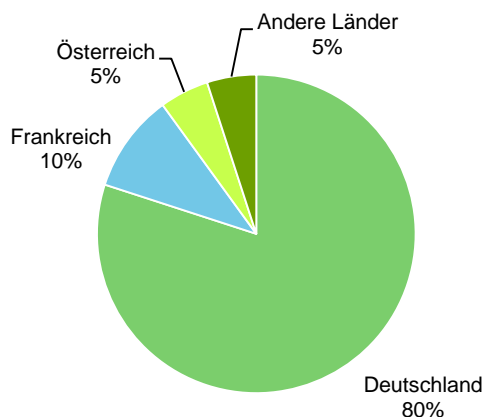
Die in Bayern ansässige Wethje ist auf die Entwicklung, Konstruktion und Fertigung von Leichtbauteilen aus Carbon für den automobilen High-Performance-Bereich spezialisiert. Zum 31. Dezember 2014 standen rd. 49% des Eigenkapitals der Wethje-Gruppe im Eigentum der CIAG.

Eigentümerstruktur 31. Dezember 2014



Quelle: CIAG

Umsatzverteilung nach Ländern 2014



Quelle: CIAG

Überblick

- Die Wethje als Gruppe umfasst die Wethje Holding GmbH (im Folgenden „Wethje Holding“) und ihre beiden Tochtergesellschaften Die Wethje GmbH Kunststofftechnik (im Folgenden „Wethje Kunststofftechnik“) und Wethje Immobilien GmbH (im Folgenden „Wethje Immobilien“).
- Alle drei Unternehmen haben ihren Firmensitz im Südosten des Freistaats Bayern, Deutschland: Die Wethje Holding und die Wethje Kunststofftechnik in Hengersberg und die Wethje Immobilien in Vilshofen-Pleinting. Die beiden erstgenannten Gesellschaften sind am Amtsgericht Deggendorf unter HRB 2500 bzw. HRB 1442 eingetragen, während die Wethje Immobilien unter HRB 6326 am Amtsgericht Passau eingetragen ist.
- Die Wethje Holding ist als Holding-Gesellschaft tätig – das operative Geschäft wird über die Wethje Kunststoff abgewickelt. Die Wethje Immobilien ist lediglich Eigentümerin einiger Betriebsräumlichkeiten, die sie gruppenintern vermietet.
- Die Wethje-Gruppe hat sich auf die Entwicklung, Konstruktion und Fertigung von Kunststoff-Leichtbauteilen für die Automobil-Branche spezialisiert. Innerhalb dieser Branche liegt der Fokus auf dem Nischen-Segment Rennsport/Racing. Dabei stellt das Unternehmen Carbon-Bauteile für die folgenden drei Geschäftsfelder her:
 - Automotive Serie: Hier werden Sicht- und Strukturbauteile (Monocoques) sowie Außenhaut-Elemente (Body Works) entwickelt und hergestellt. Für den Automobilbereich werden die Bauteile in (Klein-)Serien produziert.
 - Rennsport/Racing: In diesem Segment werden ähnliche Teile wie im Bereich Automotive Serie – jedoch für den Rennsport – entwickelt und hergestellt.
 - Sonderprodukte: In diesem Bereich entwickelt und fertigt das Unternehmen u.a. Prototypen und Vorserienteile, Bauteile für die Luftfahrt und Produkte für industrielle Anwendungen.
- Bei den Produkten der Wethje-Gruppe handelt es sich um High-Performance-Teile. Dementsprechend exklusiv ist auch der Kundenstock des Unternehmens. Die Bauteile kommen u.a. bei Bugatti, Porsche, Mercedes, der BMW M-Serie oder dem KTM X-Bow zur Anwendung.
- Neben Herrn Ing. Hörtenhuber, der auch als Mitglied des Vorstands der CIAG tätig ist, sind Herr Ing. Neuböck und Herr Morishima Takashi für die Wethje-Gruppe als Geschäftsführer tätig. Herr Ing. Hörtenhuber wird 2015 ausscheiden und Herr Takashi den Vorsitz der Geschäftsführung übernehmen und die Interessen des Mehrheitsgesellschafters vertreten.

Die CIAG kaufte im Jahr 2007 von den Unternehmensgründern der Wethje eine 74%-Beteiligung und übernahm die Gruppe im Jahr 2010 vollständig. Im zweiten Halbjahr 2014 wurden 51% an die zum Mitsubishi-Konzern gehörende MRC Europe GmbH veräußert.

Situation der Wethje

- Innerhalb und um die Wethje haben sich in der Vergangenheit einige Transaktionen ergeben.
- Zuletzt wurde im zweiten Halbjahr 2014 eine 51,0%-Beteiligung an der Wethje an die MRC Europe GmbH, einer in Deutschland ansässigen Tochtergesellschaft der japanischen Mitsubishi Rayon Co. Ltd, veräußert.

- Eigenkapital der Wethje Holding (und somit an der Gruppe) betrug MEUR 8,2. Das Closing der Transaktion fand im Oktober 2014 statt.
- Im Zuge der Verschmelzung der Pierer Invest Beteiligungs GmbH mit der Pierer Industrie AG erfolgte ein Verkauf der von der Pierer Invest Beteiligungs GmbH gehaltenen 6,0% an die CIAG. Zum 31. Dezember 2014 ergab sich somit die auf der vorhergehenden Seite dargestellte Eigentümerstruktur.

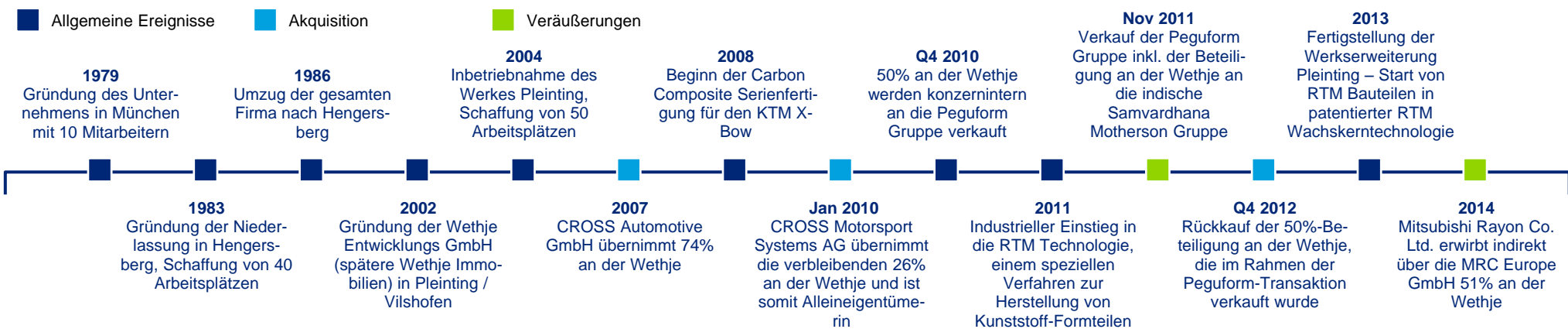
Darstellung der jüngsten Transaktion

- Vor der Veräußerung von 51,0% am Eigenkapital der Wethje Holding im Herbst 2014 stand die Unternehmensgruppe unmittelbar bzw. mittelbar zu 94,79% im Eigentum der CIAG. Die verbleibenden 5,21% der Anteile gehörten der Pierer Invest Beteiligungs GmbH, der damaligen Mehrheitseigentümerin der CIAG.
- Im Zuge der jüngsten Transaktion veräußerte die CIAG unmittelbar bzw. mittelbar gehaltene Anteile am Eigenkapital der Wethje Holding iHv. 45,79% und die Pierer Invest Beteiligungs GmbH veräußerte sämtliche von ihr gehaltenen Anteile – in Summe somit 51,0% an die MRC Europe GmbH. Der Gesamtkaufpreis für 51,0% am

Darstellung der bestehenden Call- und Put-Option

- In einem Vertrag zwischen den neuen Gesellschaftern und der CIAG wurde eine Call-Option zugunsten der MRC Europe GmbH und eine Put-Option zugunsten der CIAG auf weitere 23,0% der Anteile am Eigenkapital der Wethje Holding gemeinsam mit den in der CIAG verbliebenen 6,0% an der Wethje Immobilien vereinbart. Der Ausübungspreis wurde für beide Optionen iHv. MEUR 3,7 festgelegt. Die Optionen können vertragsgemäß erst drei, bzw. je nach weiterer Vereinbarung zwischen den Gesellschaftern auch fünf Jahre, nach Closing-Datum der jüngst stattgefundenen Transaktion, ausgeübt werden.
- Um ein Netzwerk zur Automobilindustrie aufzubauen, soll der 26%-Anteil an der Wethje im Eigentum der CROSS Gruppe verbleiben.

Historische Eckpunkte



Anlaufkosten für die vermehrte Serienfertigung führten in den Jahren 2013 und 2014 zu operativen Verlusten. Die Eigenkapitalquote sank aufgrund fremdkapitalfinanzierter Investitionen in den letzten Jahren auf rd. 20% ab.

GuV - Wethje (IFRS)

MEUR	2011	2012	2013	2014	CAGR 11-14
Umsatzerlöse	21,2	24,4	25,1	33,4	16,4%
Herstellungskosten	(17,8)	(20,4)	(28,8)	(32,0)	21,5%
Bruttoergebnis vom Umsatz	3,4	4,1	(3,6)	1,5	(24,6)%
Vertriebskosten	(0,7)	(1,1)	(0,6)	(0,7)	0,6%
Verwaltungskosten	(1,4)	(1,5)	(1,4)	(2,2)	16,3%
Forschung & Entwicklung	(0,6)	(1,0)	(0,9)	(1,1)	23,5%
Sonstige Aufwendungen & Erträge	(0,3)	0,0	0,5	0,4	n/a
EBIT	0,4	0,6	(6,1)	(2,2)	n/a
YoY in %	n/a	45,5%	n/a	(63,8)%	
Zinsergebnis	(0,3)	(0,3)	(0,5)	(0,6)	28,1%
So. Finanzerträge/-aufwendungen	-	-	-	-	n/a
Finanzergebnis	(0,3)	(0,3)	(0,5)	(0,6)	28,1%
EGT	0,1	0,3	(6,5)	(2,8)	n/a
Außerplanmäßige Abschreibungen	-	-	(0,5)	0,1	n/a
Ergebnis vor Steuern	0,1	0,3	(7,0)	(2,8)	n/a
Steueraufwendungen/-erträge	(0,1)	(0,1)	(0,7)	(0,1)	(14,4)%
Jahresüberschuss	(0,0)	0,2	(7,7)	(2,8)	n/a
YoY in %	n/a	n/a	n/a	(63,2)%	
Planmäßige Abschreibungen	0,4	1,0	1,8	1,6	58,5%
EBITDA	0,8	1,6	(4,3)	(0,6)	n/a
Brutto-Marge	16,0%	16,6%	(14,5)%	4,4%	
EBITDA-Marge	3,8%	6,5%	(17,0)%	(1,8)%	
EBIT-Marge	1,9%	2,4%	(24,2)%	(6,6)%	
EGT-Marge	0,5%	1,2%	(26,0)%	(8,5)%	
ROIC (NOPLAT/Invested Capital)	n/a	3,5%	(33,6)%	(9,0)%	
Steuerquote	100,0%	23,2%	(10,6)%	(2,3)%	

Quelle: CIAG; Gliederung kann vom geprüften Jahresabschluss abweichen

Bilanz - Wethje (IFRS)

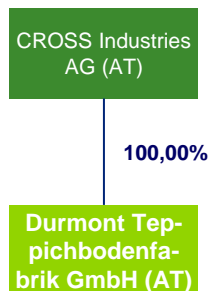
MEUR	31.12. 2011	31.12. 2012	31.12. 2013	31.12. 2014	CAGR 11-14
Immaterielle Vermögenswerte	0,1	1,2	1,9	2,0	170,8%
Sachanlagen	13,1	14,8	19,9	19,2	13,6%
Latente Steuerforderung	0,5	0,5	0,1	0,1	(38,2)%
Langfristige Vermögenswerte	13,7	16,5	22,0	21,3	15,9%
Kassenbestand, Guthaben bei KI	0,1	1,7	0,8	0,5	66,4%
Forderungen LuL	2,2	2,4	4,2	4,0	22,2%
Vorräte	3,4	5,3	5,4	5,8	19,7%
Sonstige kfr. Vermögenswerte	0,1	0,3	0,5	0,3	48,5%
Kurzfristige Vermögenswerte	5,8	9,8	10,8	10,8	22,9%
Summe Aktiva	19,5	26,3	32,8	32,1	18,1%
Eigenkapital	6,4	6,6	6,8	6,3	(0,6)%
Verbindlichkeiten ggü. KI	2,8	10,5	11,4	11,4	59,6%
Finanzverb. ggü. verb. Unternehmen	-	2,3	1,6	4,6	n/a
Verpflichtungen ggü. Arbeitnehmer	0,4	0,5	0,7	0,8	27,5%
Latente Steuerverbindlichkeit	-	-	0,3	0,3	n/a
Sonstige lfr. Verbindlichkeiten	0,9	0,9	1,5	1,2	9,9%
Langfristige Verbindlichkeiten	4,1	14,1	15,4	18,3	64,5%
Verbindlichkeiten ggü. KI	3,0	1,6	4,2	1,2	(27,3)%
Verbindlichkeiten LuL	3,3	2,7	4,1	4,1	7,5%
Sonstige kfr. Verbindlichkeiten	2,5	1,1	2,4	2,3	(3,3)%
Sonstige kfr. Rückstellungen	0,2	0,2	0,1	0,0	(41,8)%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	9,0	5,6	10,7	7,6	(5,7)%
Summe Passiva	19,5	26,3	32,8	32,1	18,1%
YoY in %	n/a	34,9%	24,7%	(2,2)%	
Mitarbeiter	264,0	279,0	375,0	387,0	
Sachanlagenintensität	67,2%	56,4%	60,7%	59,9%	
Kapitalumschlagshäufigkeit	n/a	1,94x	1,17x	1,36x	
Nettoumlaufvermögen	(0,30)	4,06	3,54	3,91	
Liquidität 3. Grades*	0,95	2,02	1,54	1,61	
Eigenkapitalquote	32,8%	25,1%	20,6%	19,6%	

Quelle: CIAG; Gliederung kann vom geprüften Jahresabschluss abweichen; *kfr. Vermögen/kfr. Verbindlichkeiten
Independence – Bericht – 16. März 2015

Abschnitt	Seite	Bewertungsobjekt – Durmont Teppichbodenfabrik GmbH	Seite
Inhaltsverzeichnis	3	Überblick	54
Executive Summary	7	Finanzdaten im Überblick	56
Bewertungsobjekt	10		
Bewertungsobjekt – KTM AG	18		
Bewertungsobjekt – WP	29		
Bewertungsobjekt – Pankl Racing Systems AG	38		
Bewertungsobjekt – Wethje Gruppe	49		
Bewertungsobjekt – Durmont Teppichbodenfabrik GmbH	53		
Bewertungsobjekt – CIAG	57		
Bewertungsobjekt – PF Beteiligungsverwaltungs GmbH	63		
Bewertungsmethodik	65		
Bewertungsergebnisse	83		
Appendix	98		

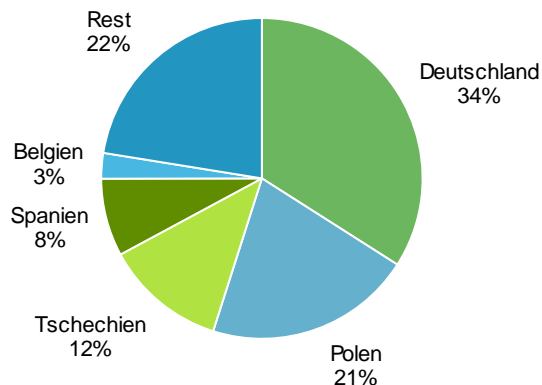
Die in der Steiermark ansässige Durmont stellt als Zulieferer im Automobilbereich Teppichprodukte her und exportiert den überwiegenden Teil ihrer Erzeugnisse nach Europa. 100% der Anteile am Eigenkapital der Durmont stehen im Eigentum der CIAG.

Eigentümerstruktur 31. Dezember 2014



Quelle: CIAG

Umsatzverteilung nach Ländern 2014



Quelle: CIAG

Überblick

- Die Durmont Teppichbodenfabrik GmbH hat ihren Sitz in 8230 Hartberg in der Steiermark. Die Gesellschaft wurde nach einem Insolvenzverfahren mit Gesellschaftsvertrag vom 11. Juli 2006 rechtlich neu gegründet und ist mit der FN 280817t in das Firmenbuch des Landesgerichts Graz eingetragen.
- Das Unternehmen verfügt über keine Tochtergesellschaften und alle Anteile am Eigenkapital stehen zur Gänze im Eigentum der CIAG.
- Die Durmont befand sich bis Anfang 2011 in einem Sanierungsverfahren ohne Eigenverwaltung. Das Sanierungsverfahren wurde auskunftsgemäß im Jänner 2011 abgeschlossen.
- Die Gesellschaft befasst sich mit der Entwicklung, Herstellung und dem Vertrieb von Teppichprodukten. Die Produkte lassen sich im Wesentlichen in zwei Segmente gliedern:
 - Automobil: In diesem Segment stellt die Durmont textile Beläge für die Autoindustrie her. Dazu gehören Einlegematten, verformbare Teppiche und Rollenware für Innenverkleidungen. Zu den Kunden zählen in diesem Bereich u.a. die Automobilkonzerne Mercedes, Audi oder BMW. In ihrer Rolle als Zulieferer in der Automobil-Branche erzielt die Durmont den überwiegenden Teil der gesamten Umsatzerlöse. Der Fokus soll in Zukunft ausschließlich auf diesem Segment liegen.
 - Objekt & Wohnen: Die Durmont produziert als Auftragsfertiger hochwertige Tufting Bodenbeläge für den Objektbereich (z.B. für Möbelhäuser). Dieses Segment ist nur für kleinere Teile der Umsatzerlöse verantwortlich und wird 2015 gänzlich eingestellt.
- Durch das internationale Klientel der Durmont erzielte das Unternehmen im Geschäftsjahr 2014 mehr als 99% der gesamten Umsatzerlöse im Ausland. Der Fokus liegt hier auf Europa, wobei insb. Deutschland, Polen und Tschechien zu den wichtigsten Exportmärkten zählen.
- Zum 31. Dezember 2014 bestand die Geschäftsführung der Durmont aus den Herren Rinnerberger, Roithner und Strohmeier.

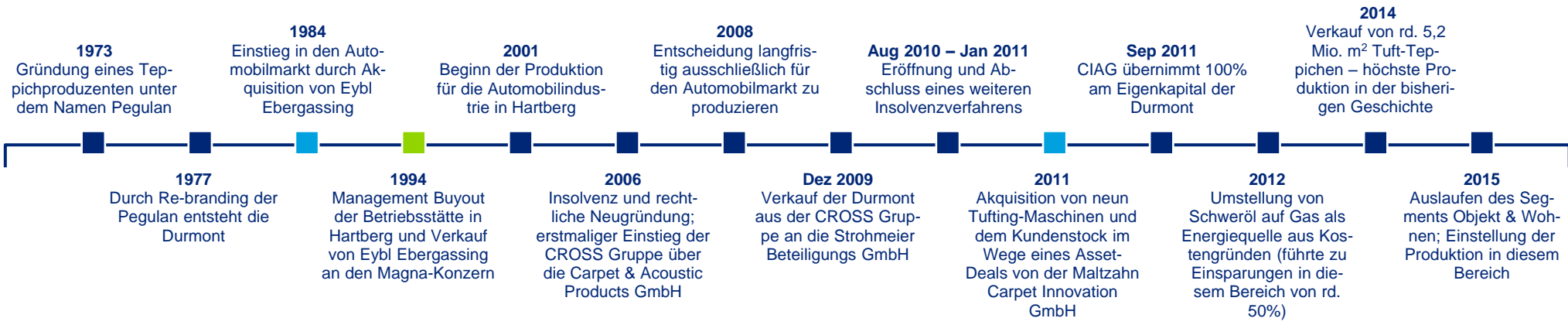
Die Durmont befand sich zuletzt bis Jänner 2011 in einem Insolvenzverfahren und wurde im selben Jahr von der CIAG übernommen. Die CIAG beabsichtigt noch in 2015 mindestens 76% am Eigenkapital der Durmont an ein amerikanisches Automobilzulieferunternehmen zu veräußern.

Geschichte der Durmont seit 2006

- Seit der Neugründung der Durmont nach der Insolvenz im Jahr 2006 stand das Unternehmen, bis auf den Zeitraum von Dezember 2009 bis September 2011, durchgängig im Einflussbereich der CIAG. Im Dezember 2009 wurde die Gesellschaft an die Strohmeier Beteiligungs GmbH verkauft, die ihre Anteile im April 2011 an die KP Invest Beteiligungs GmbH, einer damaligen Schwestergesellschaft der CIAG, weiterveräußerte, bevor die CIAG die Anteile im September 2011 zurückkaufte.
- Im August 2010 geriet das Unternehmen erneut in Insolvenz. Das Sanierungsverfahren konnte im Jänner 2011 abgeschlossen werden. Seit September des selben Jahres standen die Anteile der Durmont durchgängig im Eigentum der CIAG bzw. anderen Unternehmen der CROSS Gruppe.
- Das Management fokussierte die Unternehmensstrategie zuletzt auf den Automobilzuliefermarkt und schaffte damit den Turnaround. Im Jahr 2014 konnte erstmals wieder ein positives Ergebnis bzw. das beste Ergebnis der bisherigen Unternehmensgeschichte erzielt werden.
- Die CIAG plant den Verkauf der Durmont für das Jahr 2015.

Historische Eckpunkte

- Allgemeine Ereignisse
- Akquisition
- Veräußerung



Darstellung der Transaktion

- Die CIAG plant, aus strategischen Gründen 76% am Eigenkapital der Durmont im Frühjahr 2015 zu veräußern.
- Potentielle Käuferin ist ein amerikanisches Automobilzulieferunternehmen, das mit der Beteiligung an der Durmont seine Tätigkeit in Europa in einem seiner Kerngeschäftsfelder erweitern möchte.
- Zum Zeitpunkt der Ausfertigung dieses Berichts wurden bereits exklusive Verhandlungen mit der potentiellen Käuferin geführt.
- Dem derzeit vorliegenden, nicht bindenden Term Sheet entsprechend, soll der Kaufpreis auf Grundlage einer Bewertung von MEUR 6,0 für 100% am Eigenkapital der Durmont berechnet werden.
- Zusätzlich zum Verkauf des 76%-Anteils an der Durmont, soll der potentiellen Käuferin ein Call-Optionsrecht und der Verkäuferin ein Put-Optionsrecht auf die übrigen 24% der Anteile eingeräumt werden. Das Call-Optionsrecht ist drei Jahre und drei Monate ab Abschluss der Transaktion, das Put-Optionsrecht drei Monate ab dem Stichtag zu dem sich der Abschluss der Transaktion zum dritten Mal jährt, gültig.
- Die genaue Transaktionsstruktur stand zum Zeitpunkt der Ausfertigung dieses Berichts noch nicht fest. Die Transaktion soll noch in 2015 abgeschlossen werden.

Nach dem Zukauf in 2011 im Rahmen der Transaktion “Maltzahn”, konnte die Durmont ihre Umsatzerlöse deutlich steigern; in 2014 wird erstmals ein positives Ergebnis erzielt. Durch den Gesellschafterzuschuss in 2013 und die Einbehaltung des Ergebnisses in 2014 konnte die Eigenkapitalquote auf über 20% erhöht werden.

GuV - Durmont (IFRS)

MEUR	2011	2012	2013	2014	CAGR 11-14
Umsatzerlöse	14,6	37,0	39,5	41,8	41,9%
Herstellungskosten	(13,7)	(36,1)	(37,4)	(38,3)	40,8%
Bruttoergebnis vom Umsatz	0,9	0,9	2,0	3,5	57,0%
Vertriebskosten	(0,1)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	33,2%
Verwaltungskosten	(0,5)	(1,4)	(1,3)	(1,0)	25,1%
Forschung & Entwicklung	(0,1)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	35,6%
Sonstige Aufwendungen & Erträge	(0,1)	0,1	(0,0)	(0,1)	(7,7)%
EBIT	0,0	(0,9)	0,2	1,8	394,0%
Zinsergebnis	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	31,1%
So. Finanzerträge/-aufwendungen	-	-	-	-	n/a
Finanzergebnis	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	31,1%
EGT	(0,1)	(1,2)	(0,0)	1,6	n/a
Außerplanmäßige Abschreibungen	-	-	-	-	n/a
Ergebnis vor Steuern	(0,1)	(1,2)	(0,0)	1,6	n/a
Steueraufwendungen/-erträge	-	-	-	(0,1)	n/a
Jahresüberschuss	(0,1)	(1,2)	(0,1)	1,5	n/a
YoY in %	n/a	n/a	(93,1)%	n/a	
Planmäßige Abschreibungen	0,2	0,5	0,7	0,6	42,0%
EBITDA	0,2	(0,4)	0,9	2,4	119,0%
Brutto-Marge	6,1%	2,5%	5,2%	8,3%	
EBITDA-Marge	1,6%	(1,2)%	2,3%	5,8%	
EBIT-Marge	0,1%	(2,6)%	0,5%	4,3%	
EGT-Marge	(0,5)%	(3,2)%	(0,1)%	3,8%	
ROIC (NOPLAT/Invested Capital)	n/a	(22,2)%	4,8%	30,0%	
Steuerquote	-	-	-	6,1%	

Quelle: CIA G; Gliederung kann vom geprüften Jahresabschluss abweichen

Bilanz - Durmont (IFRS)

MEUR	31.12. 2011	31.12. 2012	31.12. 2013	31.12. 2014	CAGR 11-14
Immaterielle Vermögenswerte	0,8	0,6	0,7	0,5	(12,6)%
Sachanlagen	2,0	3,2	3,1	3,3	17,4%
Langfristige Vermögenswerte	2,8	3,8	3,9	3,8	10,6%
Kassenbestand, Guthaben bei KI	0,0	0,0	0,0	0,0	26,0%
Forderungen LuL	3,2	3,3	3,6	2,8	(4,2)%
Vorräte	3,6	3,0	3,6	3,6	(0,4)%
Sonstige kfr. Vermögenswerte	0,2	0,5	0,8	0,8	50,1%
Kurzfristige Vermögenswerte	7,1	6,8	8,0	7,2	0,5%
Summe Aktiva	9,9	10,6	11,9	11,0	3,6%
Eigenkapital	1,4	0,2	1,1	2,6	24,2%
Verbindlichkeiten ggü. KI	0,2	1,8	1,4	1,1	75,2%
Sonstige lfr. Verbindlichkeiten	2,3	2,5	2,1	2,0	(4,3)%
Langfristige Verbindlichkeiten	2,5	4,3	3,6	3,1	7,3%
Verbindlichkeiten ggü. KI	2,2	2,0	3,0	2,1	(1,1)%
Sonstige verzins. Verb.	0,5	0,2	0,1	-	(100,0)%
Verbindlichkeiten LuL	2,5	2,7	2,9	2,1	(5,7)%
Sonstige kfr. Verbindlichkeiten	0,8	0,9	0,8	0,5	(14,4)%
Sonstige kfr. Rückstellungen	0,1	0,3	0,4	0,6	82,8%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	6,0	6,1	7,1	5,3	(4,3)%
Summe Passiva	9,9	10,6	11,9	11,0	3,6%
YoY in %	n/a	6,8%	12,2%	(7,2)%	
Mitarbeiter	109,0	122,0	104,0	112,0	
Sachanlagenintensität	20,7%	29,8%	26,4%	30,1%	
Kapitalumschlagshäufigkeit	n/a	8,70x	9,41x	7,38x	
Nettoumlaufvermögen	3,72	2,88	3,93	4,01	
Liquidität 3. Grades*	2,11	1,74	1,97	2,27	
Eigenkapitalquote	14,0%	1,8%	9,7%	24,0%	

Quelle: CIA G; Gliederung kann vom geprüften Jahresabschluss abweichen; *kfr. Vermögen/kfr. Verbindlichkeiten

Abschnitt	Seite	Bewertungsobjekt – CIAG	Seite
Inhaltsverzeichnis	3	Sachverhaltsdarstellung	58
Executive Summary	7	Finanzdaten im Überblick	59
Bewertungsobjekt	10	Zusammenfassung	62
Bewertungsobjekt – KTM AG	18		
Bewertungsobjekt – WP	29		
Bewertungsobjekt – Pankl Racing Systems AG	38		
Bewertungsobjekt – Wethje Gruppe	49		
Bewertungsobjekt – Durmont Teppichbodenfabrik GmbH	53		
Bewertungsobjekt – CIAG	57		
Bewertungsobjekt – PF Beteiligungsverwaltungs GmbH	63		
Bewertungsmethodik	65		
Bewertungsergebnisse	83		
Appendix	98		

Die CIAG erbringt Holding- und Projektleistungen für die Konzerngesellschaften KTM, Pankl, WP, Pierer Industrie AG sowie konzernnahe Gesellschaften.

Überblick

- Die CROSS Industries AG (im Folgenden „CIAG“) hat Ihren Sitz in 4600 Wels und erbringt Holding- und Projektleistungen für die Konzerngesellschaften KTM, Pankl, WP, Pierer Industrie AG sowie konzernnahe Gesellschaften und ist im Firmenbuch des Landesgerichts Wels unter der Nummer FN 261823i eingetragen.
- Die von der CIAG verrechneten Leistungen betreffen im Wesentlichen Projektleistungen, Versicherungen, IT-Leistungen, Mietaufwendungen für div. Büroräumlichkeiten, Management Fees sowie Umlagen für sonstige Konzernleistungen.
- Die CIAG beschäftigt zum Bewertungsstichtag insgesamt 14 Mitarbeiter, wobei dieser Mitarbeiterstand auch in den kommenden Jahren konstant gehalten werden soll.
- Zum 31. Dezember 2014 bestand die Geschäftsführung der CIAG aus Dipl.-Ing. Stefan Pierer, Mag. Friedrich Roithner, Ing. Alfred Hörtenhuber und Mag. Klaus Rinnerberger. Vorsitzender des Aufsichtsrates war Herr Josef Blazicek.

Key Facts 2014 (nicht konsolidiert)

• Umsatzerlöse:	MEUR 7,0
• EBITDA:	MEUR -2,3
• EBIT:	MEUR -2,4
• EGT:	MEUR -13,2
• Bilanzsumme:	MEUR 360,2
• Bilanzstichtag:	31. Dezember
• Mitarbeiter:	14

Von den im Jahr 2014 realisierten Umsatzerlösen (rd. MEUR 7,0) entfallen rd. MEUR 4,7 auf die KTM, rd. MEUR 0,8 auf die WP und rd. MEUR 0,5 auf die Pankl. Der Holdingfunktion entsprechend wird ein wesentlicher Ergebnisbeitrag durch Beteiligungserträge generiert.

GuV - CIAG (IFRS)

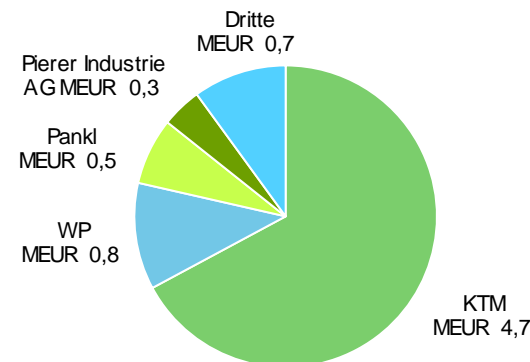
MEUR	2010	2011	2012	2013	2014	CAGR 10-14
Umsatzerlöse	3,7	8,6	4,2	6,5	7,0	17,7%
Verwaltungskosten	(6,5)	(7,8)	(6,9)	(6,7)	(9,4)	9,4%
Sonstige Aufwendungen & Erträge	0,2	(0,0)	(0,1)	(0,0)	(0,0)	n/a
EBIT	(2,7)	0,7	(2,9)	(0,2)	(2,4)	(3,1)%
YoY in %	n/a	n/a	n/a	(91,9)%	n/a	
Zinsergebnis	(1,6)	(2,5)	(3,1)	(3,4)	(3,4)	20,9%
So. Finanzerträge/-aufwendungen	0,6	6,5	61,8	11,7	(7,4)	n/a
Finanzergebnis	(1,0)	3,9	58,7	8,3	(10,8)	83,3%
EGT	(3,7)	4,7	55,9	8,0	(13,2)	37,8%
Steueraufwendungen/-erträge	(1,7)	(1,0)	(1,1)	(1,0)	(1,0)	(10,9)%
JÜ aus fortgeführten Bereichen	(5,3)	3,6	54,8	7,0	(14,3)	27,9%
Ergebnis aufgegebene Geschäftsbe	-	(0,8)	(1,1)	1,5	-	n/a
Jahresüberschuss	(5,3)	2,9	53,7	8,5	(14,3)	27,9%
YoY in %	n/a	n/a	n/a	(84,2)%	n/a	
Planmäßige Abschreibungen	0,1	0,2	(0,1)	0,2	0,1	(6,5)%
EBITDA	(2,6)	0,9	(3,0)	(0,1)	(2,3)	(3,0)%
EBITDA-Marge	(70,1)%	11,0%	(71,0)%	(1,2)%	(32,3)%	
EBIT-Marge	(73,7)%	8,7%	(69,0)%	(3,6)%	(33,8)%	
Steuerquote	(45,4)%	22,2%	1,9%	13,0%	(7,9)%	

Quelle: CIAG; Gliederung kann vom geprüften Jahresabschluss abweichen

Umsatz- und Ertragsentwicklung

- Die Umsatzerlöse der CIAG entstehen durch die Weiterrechnung von den als Holding erbrachten Leistungen an die einzelnen Konzerngesellschaften, wobei der größte Umsatzanteil grundsätzlich auf die KTM zurückzuführen ist.
- Von den im Geschäftsjahr 2014 realisierten Umsatzerlösen (rd. MEUR 7,0) entfallen rd. MEUR 4,7 (rd. 67%) auf die KTM. Weitere rd. MEUR 0,8 (rd. 11%) entfallen auf die WP und rd. MEUR 0,5 auf die Pankl (rd. 7%). Die verbleibenden Anteile sind mit rd. MEUR 0,3 (rd. 4%) auf die Pierer Industries AG und mit rd. MEUR 0,7 (rd. 10%) auf Dritte zurückzuführen.
- Mit Ausnahme des Jahres 2011 hat die CIAG im gesamten Beobachtungszeitraum nicht die gesamten Kosten an die Tochtergesellschaften weiterverrechnet.
- Im Zinsergebnis sind neben den Zinsen für Verbindlichkeiten gegenüber den Kreditinstituten auch Zinszahlungen aus den emittierten Unternehmensanleihen enthalten.
- In den Sonstigen Finanzerträgen/-aufwendungen sind die Beteiligungserträge (Dividenden) der Konzerngesellschaften enthalten. Der negative Betrag in 2014 kommt durch die Berücksichtigung von Verschmelzungsverlusten und Aufwendungen in Zusammenhang mit dem Verkauf und der Bewertung von Beteiligungen zustande.

Umsatzerlöse zum 31. Dezember 2014



Quelle: CIAG

Die Bilanzsumme der CIAG ist auf der Aktivseite im Wesentlichen durch die einzelnen Beteiligungen und den Anteilen an verbundenen Unternehmen geprägt.

Bilanz Aktiva - CIAG (IFRS)

MEUR	31.12. 2010	31.12. 2011	31.12. 2012	31.12. 2013	31.12. 2014	CAGR 10-14
Immaterielle Vermögenswerte	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	(41,1)%
Sachanlagen	0,7	0,7	0,8	0,8	0,7	(0,9)%
Anteile an verb. Unternehmen	211,7	232,9	267,8	257,6	314,1	10,4%
Finanzanlagen	26,0	20,9	20,2	-	8,0	(25,5)%
Latente Steuerforderung	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	(41,7)%
Sonstige lfr. Vermögenswerte	14,8	0,0	75,9	77,0	29,6	18,9%
Langfristige Vermögenswerte	253,5	254,7	364,9	335,5	352,5	8,6%
YoY in %	n/a	0,5%	43,3%	(8,1)%	5,1%	
Kassenbestand, Guthaben bei KI	0,6	0,3	1,4	0,4	0,0	(47,8)%
Forderungen ggü. verb. Unternehmen	3,7	3,4	1,9	13,4	1,5	(20,4)%
Sonstige kfr. Vermögenswerte	0,3	1,4	0,8	1,9	6,2	108,1%
Kurzfristige Vermögenswerte	4,7	5,2	4,1	15,7	7,7	13,3%
YoY in %	n/a	11,3%	(21,2)%	283,8%	(51,1)%	
Summe Aktiva	258,2	259,9	369,0	351,2	360,2	8,7%
YoY in %	n/a	0,7%	42,0%	(4,8)%	2,6%	
Sachanlagenintensität	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	
Kapitalumschlagshäufigkeit	n/a	0,04x	0,02x	0,02x	0,02x	
Nettoumlaufvermögen	(15,79)	(8,63)	(0,71)	12,99	4,96	
Liquidität 3. Grades*	0,20	0,36	0,79	6,59	2,85	

Quelle: CIAG; Gliederung kann vom geprüften Jahresabschluss abweichen; *kfr. Vermögen/kfr. Verbindlichkeiten

Vermögensentwicklung

- Der Bilanzsumme der CIAG ist im Wesentlichen durch die (Unternehmens-) Beteiligungen und den Anteilen an verbundenen Unternehmen geprägt.
- Die Entwicklung der Anteile an verbundenen Unternehmen ergibt sich durch Zuschüsse, Akquisitionen, sowie konzerninterne Transaktionen.
- Im Jahr 2014 ist unter den Finanzanlagen die Beteiligung an der Wethje mit MEUR 8,0 ausgewiesen.
- Die sonstigen langfristigen Vermögensgegenstände von rd. MEUR 29,6 im Jahr 2014 sind im Wesentlichen auf eine konzerninterne Forderung gegenüber der CROSS KraftFahrZeug Holding GmbH zurückzuführen.

Das Gesamtvolumen der Unternehmensanleihen in der CIAG zum 31. Dezember 2014 beträgt MEUR 134,6, wobei der darin enthaltene Perpetual Bond in Höhe von MEUR 60,0 im IFRS-Abschluss als Eigenkapital ausgewiesen wird.

Bilanz Passiva - CIAG (IFRS)

MEUR	31.12. 2010	31.12. 2011	31.12. 2012	31.12. 2013	31.12. 2014	CAGR 10-14
Eigenkapital	173,6	173,4	224,1	224,1	229,8	7,3%
YoY in %	n/a	(0,1)%	29,2%	0,0%	2,5%	
Anleihen	50,0	-	74,4	74,5	74,6	10,5%
Verbindlichkeiten ggü. KI	-	-	45,8	36,7	-	n/a
Sonstige verzins. Verbindlichkeiten	0,4	-	-	-	-	(100,0)%
Verb. ggü. Gesellschafter	-	-	10,2	2,6	-	n/a
Finanzverb. ggü. verb. Unternehmen	2,2	0,0	-	-	38,2	103,8%
Verpflichtungen ggü. Arbeitnehmer	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	8,8%
Latente Steuerverbindlichkeit	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	(34,9)%
Sonstige lfr. Verbindlichkeiten	(0,1)	1,1	-	4,1	2,4	n/a
Langfristige Verbindlichkeiten	52,6	1,3	130,5	117,9	115,3	21,6%
YoY in %	n/a	(97,6)%	n/a	(9,6)%	(2,3)%	
Anleihen	-	49,9	-	-	-	n/a
Verbindlichkeiten ggü. KI	11,9	21,6	10,5	6,0	11,5	(0,8)%
Sonstige verzins. Verbindlichkeiten	0,1	0,1	0,5	0,8	0,8	55,0%
Verbindlichkeiten LuL	0,6	0,3	0,4	0,6	0,5	(2,6)%
Sonstige kfr. Verbindlichkeiten	17,7	13,2	1,5	1,7	2,1	(41,3)%
Sonstige kfr. Rückstellungen	1,6	0,1	1,6	0,1	0,1	(52,1)%
Kurzfristige Verbindlichkeiten	31,9	85,2	14,4	9,1	15,1	(17,1)%
YoY in %	n/a	167,1%	(83,1)%	(36,5)%	65,1%	
Summe Passiva	258,2	259,9	369,0	351,2	360,2	8,7%
YoY in %	n/a	0,7%	42,0%	(4,8)%	2,6%	
Mitarbeiter	9	14	14	13	14	
Kapitalumschlagshäufigkeit	n/a	0,04x	0,02x	0,02x	0,02x	
Eigenkapitalquote	67,3%	66,7%	60,7%	63,8%	63,8%	

Quelle: CIAG; Gliederung kann vom geprüften Jahresabschluss abweichen

Entwicklung Kapitalstruktur

- Das Gesamtvolumen der Unternehmensanleihen beläuft sich zum Bewertungsstichtag auf MEUR 134,6 und setzt sich zum einen aus einer im Dezember 2005 begebenen Anleihe von MEUR 60,0 mit einer unbegrenzten Laufzeit (Perpetual Bond) und einer bis 2015 fixen Verzinsung sowie einer im September 2012 begebenen Anleihe von MEUR 75,0 mit einer Laufzeit von sechs Jahren zusammen.
- Der Perpetual Bond ist als nicht besicherte Teilschuldverschreibung, die nachrangig zu allen anderen nicht besicherten, nicht nachrangigen Verbindlichkeiten der Holding ist, ausgestattet. Des Weiteren sind Zinsen nur dann auszubezahlen, wenn eine Dividende oder eine andere Ausschüttung an die Aktionäre beschlossen wird oder andere nachrangige Verbindlichkeiten oder Gesellschafterdarlehen getilgt werden oder Zinsen auf Gesellschafterdarlehen gezahlt werden. In der Vergangenheit wurden regelmäßig Zinsen bezahlt.
- Der Perpetual Bond wird (im Unterschied zum UGB-Abschluss) im IFRS-Abschluss als Eigenkapital ausgewiesen.
- Die Finanzverbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen von rd. MEUR 38,2 im Jahr 2014 stellen eine konzerninterne Verbindlichkeit gegenüber der Pierer Industrie AG dar.

Von der CIAG liegt uns eine Mehrjahresplanung für die Jahre 2015 bis 2019 – bestehend aus einer Gewinn- und Verlustrechnung sowie einer Bilanz auf Basis IFRS – vor.

Abschnitt	Findings
Überblick	<ul style="list-style-type: none"> Die CIAG erbringt Holding- und Projektleistungen für die Konzerngesellschaften KTM, Pankl, WP, Pierer Industrie AG sowie konzernnahe Gesellschaften.
Historische Entwicklung	<ul style="list-style-type: none"> Von den im Jahr 2014 realisierten Umsatzerlösen (rd. MEUR 7,0) entfallen rd. MEUR 4,7 auf die KTM, rd. MEUR 0,8 auf die WP und rd. MEUR 0,5 auf die Pankl. Der Holdingfunktion entsprechend wird ein wesentlicher Ergebnisbeitrag durch die Beteiligungserträge generiert. Die Bilanzsumme der CIAG ist auf der Aktivseite im Wesentlichen durch die einzelnen Beteiligungen und den Anteilen an verbundenen Unternehmen geprägt. Das Gesamtvolumen der Unternehmensanleihen in der CIAG zum 31. Dezember 2014 beträgt MEUR 134,6, wobei der darin enthaltene Perpetual Bond in Höhe von MEUR 60,0 im IFRS-Abschluss als Eigenkapital ausgewiesen wird.
Planung & Plausibilisierung*	<ul style="list-style-type: none"> Im Jahr 2015 ist in den Umsatzerlösen eine vertraglich fixierte Beratungsleistung in Höhe von MEUR 8,2 enthalten. Ab 2018 wird davon ausgegangen, dass sämtliche in der CIAG anfallenden Kosten zur Gänze auf die einzelnen Konzerngesellschaften weiterverrechnet werden können. Der Kassenbestand der CIAG soll mangels geplanter Ausschüttungen bis 2019 auf rd. MEUR 35,2 ansteigen. Die Bilanzsumme von rd. MEUR 360,2 in 2014 soll auf rd. MEUR 369,5 in 2019 ansteigen. Im Jahr 2015 sollen die konzerninternen Verbindlichkeiten gegenüber der Pierer Industrie AG in Höhe von rd. MEUR 38,2 teilweise zurückgezahlt werden bzw. geht diese durch den Zusammenfall von Gläubiger und Schuldner auf Ebene des Eigentümers teilweise unter.

*Eine umfassende Darstellung der zugrundeliegenden Planzahlen sowie unsere darauf aufbauenden Analysen und Plausibilisierungen finden sich im Appendix

Abschnitt	Seite	Bewertungsobjekt – PF Beteiligungsverwaltungs GmbH	Seite
Inhaltsverzeichnis	3	Überblick	64
Executive Summary	7		
Bewertungsobjekt	10		
Bewertungsobjekt – KTM AG	18		
Bewertungsobjekt – WP	29		
Bewertungsobjekt – Pankl Racing Systems AG	38		
Bewertungsobjekt – Wethje Gruppe	49		
Bewertungsobjekt – Durmont Teppichbodenfabrik GmbH	53		
Bewertungsobjekt – CIAG	57		
Bewertungsobjekt – PF Beteiligungsverwaltungs GmbH	63		
Bewertungsmethodik	65		
Bewertungsergebnisse	83		
Appendix	98		

Die PF GmbH und die UIAG haben in den Jahren 2011, 2012 und 2014 ihre Anteile an der damaligen Peguform GmbH und Peguform Iberica an die SMP Gruppe verkauft. Diese fordert nunmehr von der PF GmbH aufgrund von vermeintlichen Garantieverletzungen eine Entschädigung von rd. MEUR 19,8. Nach Ansicht des Managements der PF GmbH sind die Forderungen nicht gerechtfertigt.

PF Beteiligungsverwaltungs GmbH

Überblick

- Bei den beiden Unternehmen Peguform GmbH (heute SMP Deutschland GmbH, im Folgenden „SMP Deutschland“) und Peguform Iberica S.L. (heute SMP Automotive Technology Iberica S.L., im Folgenden „SMP Iberica“) handelt es sich um kunststoffverarbeitende Unternehmen für die Automobilindustrie, die Kunststoffteile und komplette Systemmodule für den Innen- und Außenbereich von Fahrzeugen bereitstellen. Dazu gehört die Entwicklung, die Herstellung und der Vertrieb von Stoßfängersystemen, Kunststoffteilen für das Fahrzeugexterieur, Cockpits, Instrumententafeln und Innenverkleidungen für diverse Fahrzeugmodelle.
- Im Jahr 2011 haben die PF Beteiligungsverwaltungs GmbH (im Folgenden „PF GmbH“), mit Sitz in 4600 Wels (FN 217335k), und die UIAG Automotive Beteiligungs GmbH (im Folgenden „UIAG“), ebenfalls mit Sitz in 4600 Wels (FN 328696b), 80% der Anteile an der Peguform GmbH, mit Sitz in Deutschland, sowie der Peguform Iberica, mit Sitz in Spanien, an Gruppenmitglieder der Samvardhana Motherson Group (im Folgenden „SMP Group“) verkauft.
- In den Jahren 2012 und 2014 hat die PF GmbH und die UIAG die restlichen 20% der Unternehmensanteile an der Peguform GmbH und der Peguform Iberica an die SMP Gruppe verkauft.
- Am 29. August 2013 haben Gruppenmitglieder der SMP Group – nämlich die Samvardhana Motherson Peguform GmbH, mit Sitz in Gelnhausen (Deutschland), die Samvardhana Motherson Global Holdings Limited, mit Sitz in Nicosia (Zypern) und die Samvardhana Motherson Automotive Systems Group B.V., mit Sitz in Amsterdam (Niederlande) – ein Verfahren beim International Court of Arbitration in Paris (Fallnummer 19693/GFG) eingereicht und fordern, basierend auf angeblichen Verletzungen von im Kaufvertrag festgehaltenen Garantien, von der PF GmbH einen Schadenersatz von rd. MEUR 19,8.

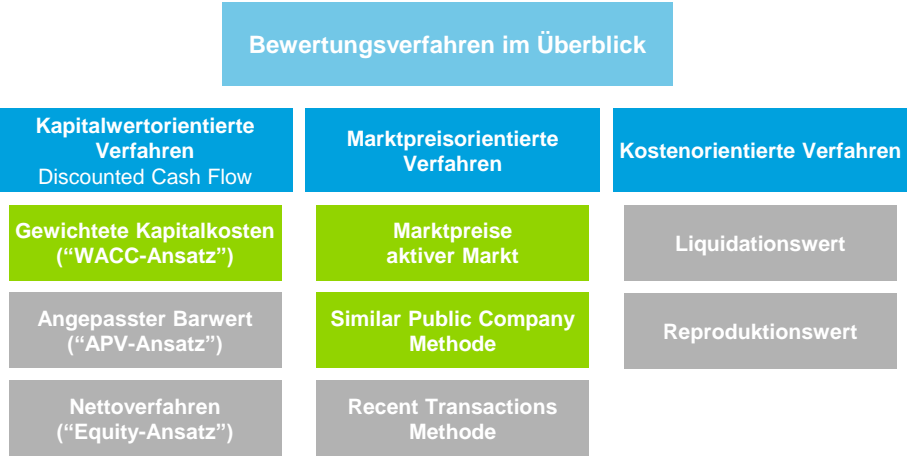
Behauptete Garantieverletzungen

- Die SMP Group behauptet, dass bei der Erstellung der Jahresabschlüsse bzw. des Konzernabschlusses im Zeitpunkt der Erstellung bereits bekannte negative Sachverhalte bei Beteiligungsbewertungen bzw. Bewertungen von Drohverlustrückstellungen nicht berücksichtigt wurden. Dadurch sei es nicht zu gebotenen Beteiligungsabschreibungen bzw. zu gebotenen Bildungen von Drohverlustrückstellungen gekommen.
- Nach Ansicht des Managements der PF GmbH bauen die von der SMP Group vorgebrachten Beanstandungen auf einer ex-post Betrachtung, nämlich den realisierten Daten aus den Jahren 2011 und 2012 auf. Diese Informationen standen jedoch dem Management der (damaligen) Peguform Group zum Zeitpunkt der Budgeterstellung Ende 2010 naturgemäß nicht zur Verfügung, sondern mussten die Auftrags- und Kostenentwicklung vielmehr unter Berücksichtigung des damaligen Wissenstandes entsprechend prognostiziert werden. Die gegenständlichen Budgets und Projektplanungen basierten auf den zum Zeitpunkt der Budgeterstellung aktuellen Erwartungen und Einschätzungen seitens des Managements auf Basis des Wissenstandes bei Erstellung dieser Budgets und Projektplanungen. Teile der thematisierten Verluste sind auf betriebliche Probleme, die ihren Ursprung erst im Jahr 2011 haben, zurückzuführen und konnten folglich auch nur im Jahres- und Konzernabschluss 2011 erfasst werden, zumal diese im Jahr 2010 nicht erkennbar gewesen sind.
- Im Rahmen des Schiedsverfahrens hat das Management der PF GmbH zwei renommierte Wirtschaftsprüfungsgesellschaften beauftragt als „independent experts“ eine Begutachtung des Sachverhaltes vorzunehmen. Die vorgelegten Gutachten unterstützen die Argumentation des Managements der PF GmbH.
- Das Management der PF rechnet mit einer Entscheidung zu Gunsten der PF GmbH durch das Schiedsgericht im Jahr 2015.

Abschnitt	Seite	Bewertungsmethodik	Seite
Inhaltsverzeichnis	3	Methoden der Unternehmensbewertung	66
Executive Summary	7	DCF-Verfahren	69
Bewertungsobjekt	10	Nettofinanzverbindlichkeiten	71
Bewertungsobjekt – KTM AG	18	Kapitalisierungszinssatz	72
Bewertungsobjekt – WP	29	Basiszinssatz	73
Bewertungsobjekt – Pankl Racing Systems AG	38	Betafaktor	74
Bewertungsobjekt – Wethje Gruppe	49	Peer Group Auswahl	75
Bewertungsobjekt – Durmont Teppichbodenfabrik GmbH	53	Betafaktor	77
Bewertungsobjekt – CIAG	57	Marktrisikoprämie	79
Bewertungsobjekt – PF Beteiligungsverwaltungs GmbH	63	Zusammenfassung Kapitalisierungszinssatz	81
Bewertungsmethodik	65	Multiplikatorverfahren - SPCM	82
Bewertungsergebnisse	83		
Appendix	98		

Für Unternehmensbewertungen stehen grundsätzlich drei wesentliche Verfahren zur Verfügung: kapitalwert-, marktpreis- und kostenorientierte Verfahren.

Zeitgemäße Methoden der Unternehmensbewertung



Grundsätzliches

- Für Zwecke der Bewertung ist grundsätzlich davon auszugehen, dass ein Unternehmen ein Potential künftiger Leistungen ist, das den Wert des Unternehmens bestimmt. Für dessen Ermittlung kennen Theorie und Praxis verschiedene Methoden der Unternehmensbewertung. Keine davon kann als absolut richtig bezeichnet werden, dies nicht zuletzt aus der Tatsache heraus, dass die einzelnen Wertkomponenten eines Unternehmens unterschiedliche Wurzeln haben, nämlich soziale, rechtliche, technische, ferner unterschiedliche wirtschaftliche Wurzeln, wie Stellung am Markt, Produktgestaltung, Qualität des Managements usw. Aus diesem Grunde gibt es auch keine vom Gesetzgeber, von der Rechtsprechung oder von Berufsverbänden verbindlich vorgeschriebene Bewertungsmethode.

- Die Entscheidung über Kauf, Verkauf, Fusion, Beteiligung usw. ist grundsätzlich eine Investitionsentscheidung. Aus diesem Grund muss die Unternehmensbewertung als Investitionsrechnung aufgebaut werden.
- Auch nach dem Fachgutachten KFS/BW1 des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation des Instituts für Betriebswirtschaft, Steuerrecht und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder sowie dem Standard IDW S1 i.d.F. vom 2. April 2008 des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. wird der Unternehmenswert als zukunftsbezogene Größe definiert.
- Bei kapitalwertorientierten Verfahren ergibt sich der Unternehmenswert aus dem Barwert finanzieller Überschüsse, die aus der Fortführung des Unternehmens und aus der Veräußerung etwaigen nicht betriebsnotwendigen Vermögens erzielt werden. Die Berechnung des Barwerts erfolgt mit jenem Diskontierungssatz, der der Renditeforderung der Kapitalgeber entspricht. Zu den Diskontierungsverfahren zählen die Discounted Cash-Flow-Verfahren („DCF“) und das Ertragswertverfahren. Als DCF-Verfahren kommen insbesondere Bruttoverfahren (WACC- und APV-Ansatz) sowie das Nettoverfahren (Equity-Ansatz) zur Anwendung.
- Die Plausibilität des auf Basis eines Diskontierungsverfahrens ermittelten Ergebnisses ist zu beurteilen. Dies kann ua durch Anwendung eines marktpreisorientierten Verfahrens erfolgen.
- Bei marktpreisorientierten Verfahren wird ein potentieller Marktpreis eines zu bewertenden Unternehmens entweder direkt, über dessen Marktkapitalisierung (wenn Börsennotierung gegeben ist bzw. Anteile am Unternehmen in jüngerer Vergangenheit unter Dritten gehandelt worden sind) oder indirekt, über Vergleichsverfahren ermittelt. Innerhalb der Vergleichsverfahren wird der Unternehmenswert als potentieller Marktpreis unter Anwendung von Multiplikatoren ermittelt, die aus Börsenkursen vergleichbarer Unternehmen oder Transaktionspreisen für vergleichbare Unternehmen abgeleitet werden oder Erfahrungssätzen entsprechen. Das Ergebnis der Bewertung ist entweder der potentielle Marktpreis des Eigenkapitals oder der potentielle Marktpreis des Gesamtkapitals. Durch Abzug der Nettofinanzverbindlichkeiten (Net Debt) vom potentiellen Marktpreis des Gesamtkapitals erhält man den potentiellen Marktpreis des Eigenkapitals. Bei der Auswahl der Bezugsgrößen sind deren unterschiedliche Vor- und Nachteile sowie branchenspezifische Besonderheiten zu berücksichtigen. Die parallele Anwendung mehrerer Bezugsgrößen wird empfohlen.

Das DCF-Verfahren dominiert in Lehre und Praxis und stellt dementsprechend unser primäres Bewertungsverfahren für die wesentlichsten Beteiligungen der CROSS Gruppe dar; die Marktwerte der übrigen Beteiligungen wurden mittels kapitalwertorientierter Verfahren geschätzt.

Angewandte Bewertungsverfahren

Bewertungsrelevante Unternehmen

KTM AG	Discounted Cash Flow - Ewige Rente
WP Gruppe	Discounted Cash Flow - Ewige Rente
Pankl Racing Systems AG	Discounted Cash Flow - Ewige Rente
CIAG	Discounted Cash Flow - Ewige Rente
Durmont Teppichbodenfabrik GmbH	Marktpreis - zeitnah geführte Verkaufsverhandlungen
Wethje Gruppe	Marktpreis - zeitnah abgeschlossene Transaktion
PF Beteiligungs GmbH	erwarteter Zufluss aus dzt. laufendem Rechtsstreit

Quelle: Deloitte

Angewandte Bewertungsverfahren

- Wir tragen dem dargestellten Meinungsstand zur Unternehmensbewertung dadurch Rechnung, dass wir es vor dem Hintergrund von Bewertungsanlass und Bewertungszweck für zielführend erachten, für die innerhalb der CROSS Gruppe wesentlichsten Beteiligungen einen Zukunftserfolgswert zu ermitteln. Dies betrifft die Unternehmen KTM, Pankl, WP sowie die CIAG als Einzelgesellschaft. In diesen Fällen wurde als Bewertungsverfahren das DCF-Verfahren in der Ausprägung des WACC-Ansatzes als primäres Bewertungsverfahren herangezogen.
- Nach dem Fachgutachten KFS/BW1 ist die Plausibilität des auf Basis eines Diskontierungsverfahrens ermittelten Ergebnisses zu beurteilen. Bei börsennotierten Unternehmen sind Börsenkurse zur Plausibilitätsbeurteilung des nach den Grundsätzen des Fachgutachtens ermittelten Unternehmenswertes heranzuziehen. Wesentliche Abweichungen sind zu analysieren und die Plausibilität des Bewertungsergebnisses zu würdigen (z.B. geringer Anteil börsengehandelter Anteile, fehlende Marktgängigkeit). Sachlich nicht begründbare Abweichungen sollten zum Anlass genommen werden, die der Bewertung zugrunde liegenden Ausgangsdaten und Prämissen kritisch zu überprüfen.
- Weiters können Preisfindungen mittels ergebnis-, umsatz- oder produktmengenorientierter Multiplikatoren Anhaltspunkte für eine Plausibilitätsbeurteilung der Bewertungsergebnisse bieten.

- Wir haben im konkreten Fall die mittels DCF-Verfahren ermittelten Ergebnisbandbreiten anhand von Multiplikatorverfahren in Form der Similar Public Company-Methode („SPCM“) plausibilisiert. In Anbetracht der geringen Liquidität der Aktien der KTM und Pankl sind die Marktkapitalisierungen der beiden Unternehmen zum Bewertungsstichtag zur Plausibilisierung der mittels DCF-Verfahren errechneten Ergebnisbandbreiten nur sehr eingeschränkt verwendbar.
- Für die Durmont haben wir den Marktwert auf Basis der in jüngerer Vergangenheit mit einem potentiellen Käufer geführten Verkaufsverhandlungen geschätzt. Der potentielle Käufer hat im Zuge der Verhandlungen ein non-binding Term Sheet abgegeben.
- Für die Wethje haben wir den Marktwert auf Basis des in jüngerer Vergangenheit erfolgten Verkaufs von Anteilen sowie der Option auf Verkauf der restlichen Anteile geschätzt. Das Unternehmen Mitsubishi Rayon Co. Ltd. hat bereits im Jahr 2014 51% der Wethje erworben und hält eine Kaufoption auf 23% der bei der CIAG verbliebenen Anteile des Unternehmens.
- Der Wert der operativ nicht tätigen PF Beteiligungs GmbH resultiert ausschließlich aus einem vom Management der CROSS Gruppe im Jahr 2015 erwarteten Zufluss in Zusammenhang mit einem laufenden Rechtsstreit. Eine Diskontierung dieses erwarteten Zahlungsstromes wurde aus Gründen der Wesentlichkeit nicht vorgenommen.

Sum-of-the-parts-Bewertung

- Die Ermittlung der Wertbandbreite der CROSS Gruppe basiert auf einer Sum-of-the-parts-Betrachtung, d.h. der Wert der Gruppe ergibt sich aus der Summe der einzelnen Beteiligungen.
- Ebenfalls additiv berücksichtigt wurde der Wert der CIAG als Einzelgesellschaft, welcher im Wesentlichen den Barwert aus Einmalertrag und Leistungsverrechnungen abzüglich den Finanzverbindlichkeiten auf Holding-Ebene darstellt.

Beim DCF-Verfahren nach dem WACC-Konzept ergibt sich der Wert des Eigenkapitals aus dem Barwert der Free Cash Flows zuzüglich des nicht-betriebsnotwendigen Vermögens und abzüglich der Nettofinanzverbindlichkeiten.

Mehr-Phasen Modell

Berechnung Marktwert des Eigenkapitals (allgemeines Schema)

- + Barwert der FCF der Detailplanungsphase (Phase I)
- + Barwert der Ewigen Rente (Phase II)

- = Barwert der operativen FCF
- + Marktwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens

- = **Marktwert des Gesamtkapitals (Enterprise Value)**
- Marktwert des Netto-Fremdkapitals

- = **Marktwert des Eigenkapitals (Equity Value)**

Free Cash Flow Berechnung

- Operatives Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)
- + Zinserträge aus dem Halten betriebsnotwendiger liquider Mittel

- = Angepasstes Betriebsergebnis
- adaptierte Steuerzahlungen

- = NOPLAT (Net operating profit less adjusted taxes)
- +/- Abschreibungen/Zuschreibungen
- +/- Aufwendungen/Erträge aus Anlagenabgängen
- +/- Erhöhung/Verminderung der langfristigen Rückstellungen

- = Operativer Brutto Cash Flow
- +/- Veränderung Netto-Umlaufvermögen
- +/- Investitionen/Desinvestitionen

- = **Free Cash Flow (FCF)**

WACC-Ansatz

- Beim DCF-Verfahren nach dem WACC-Ansatz ergibt sich der Wert des Eigenkapitals grundsätzlich aus dem Barwert der operativen Free Cash Flows zuzüglich des Marktwerts etwaigen nicht-betriebsnotwendigen Vermögens und abzüglich der zinstragenden Nettofinanzverbindlichkeiten („Net Debt“).
- Nicht betriebsnotwendiges Vermögen sind jene Vermögensteile, die für die Fortführung des Bewertungsobjekts nicht notwendig sind. Bei den nach WACC-Ansatz bewerteten Unternehmen konnten lediglich im Fall der KTM und der WP nicht betriebsnotwendiges Vermögen in bewertungsrelevantem Umfang identifiziert werden. In beiden Fällen handelt es sich um unbebaute Grundstücke. Der Buchwert des Grundstücks in der KTM Immobilien GmbH beträgt MEUR 2,4. Der Buchwert des Grundstücks der WP beträgt MEUR 2,8, wobei die Liegenschaft in den Niederlanden liegt. In beiden Fällen war keine wesentliche Abweichung des Buchwerts vom Marktwert anzunehmen.
- Zur Ermittlung der Nettofinanzverbindlichkeiten verweisen wir auf die nachfolgenden Seiten.

Ermittlung Free Cash Flows (FCF)

- Dem WACC-Ansatz liegen finanzierungsneutrale Cash Flows zugrunde. Die Kapitalstruktur und ihre steuerlichen Implikationen werden allein über den Diskontierungszinssatz bzw. die Nettofinanzverbindlichkeiten erfasst. Um die angestrebte Finanzierungsneutralität der Free Cash Flows zu erreichen, werden die Unternehmenssteuern ohne Berücksichtigung der steuerlichen Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen ermittelt, die im Rahmen des WACC-Ansatzes im Diskontierungszinssatz berücksichtigt werden („Tax Shield“). Dazu wurde der österreichische Körperschaftsteuersatz iHv. 25,0% herangezogen.
- Die sich aus dem Verbrauch steuerlich verwertbarer Verlustvorträge und anderer temporärer Differenzen ergebenden Steuereffekte wurden über die jährliche Veränderung der aktiven und passiven Steuerlatenzen im FCF abgebildet.
- Die FCF der einzelnen Perioden werden mit einem gewogenen Kapitalkostensatz (Weighted Average Cost of Capital = WACC) diskontiert. Dieser entspricht den mit Marktwerten gewichteten Durchschnittskosten von Eigen- und Fremdkapital.

Die Free Cash Flows werden aus der Planungsrechnung abgeleitet in zwei Phasen geplant: einem Detailprognosezeitraum und einer ewigen Rente (Phasenmethode).

Planung und Prognose (Phasenmethode)

- Die Unternehmensbewertung gemäß DCF-Verfahren basiert grundsätzlich auf einer möglichst umfassenden, vom Management erstellten Planungsrechnung, die ihre Zusammenfassung in integrierten Planbilanzen, Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen und Finanzplänen findet. Die Planungsrechnung hat die prognostizierte leistungs- und finanzwirtschaftliche Entwicklung im Rahmen der erwarteten Markt- und Umweltbedingungen zu reflektieren. Unter Berücksichtigung der beschafften Informationen und der Erkenntnisse aus vergangenheits- und stichtagsorientierten Unternehmensanalysen sind aus dieser Planungsrechnung die künftigen finanziellen Überschüsse, dh in diesem Fall die Free Cash Flows, abzuleiten. Thesaurierungen finanzieller Überschüsse des Unternehmens und deren Verwendung sind in der Planungsrechnung zu berücksichtigen.
- Da mit zunehmender Entfernung vom Bewertungsstichtag der Grad der Prognosesicherheit abnimmt, werden die finanziellen Überschüsse in der Regel in mehreren Phasen geplant und prognostiziert (Phasenmethode). Die Phasen können in Abhängigkeit von Größe, Struktur und Branche des zu bewertenden Unternehmens unterschiedlich lang sein. In den meisten Fällen wird die Planung in zwei Phasen vorgenommen. Dieser Vorgehensweise wurde auch hier gefolgt.

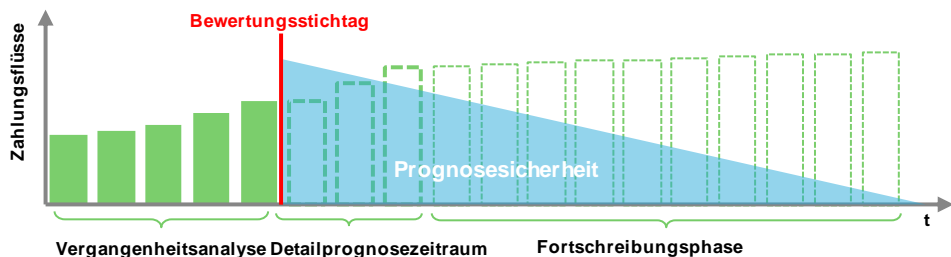
Detailprognosezeitraum

- Der Detailprognosezeitraum (nähere oder erste Phase bis zum Planungshorizont), für den eine periodenspezifische Prognose der finanziellen Überschüsse erfolgen kann, ist in Abhängigkeit von Größe, Struktur und Branche des Unternehmens in der Regel auf drei bis fünf Jahre begrenzt. Der Detailprognosezeitraum ist auszudehnen, wenn auf Grund von Investitionszyklen oder unterschiedlichen Wachstumsphasen die Prognose nachhaltiger Überschüsse (noch) nicht plausibel erscheint.
- Im konkreten Fall bauen unsere DCF-Bewertungen auf den von den einzelnen Unternehmen der CROSS Gruppe erstellten Planungsrechnungen für die Jahre 2015 bis 2019 bzw. 2020 auf. Diese Planungsrechnungen wurden von uns plausibilisiert und gegebenenfalls entsprechend angepasst. Dazu wurden von uns neben verfügbaren externen Informationen auch die im Rahmen einer Vergangenheitsanalyse festgestellten Entwicklungslinien berücksichtigt.

Ewige Rente

- Für die Zeit nach dem Detailprognosezeitraum (fernere oder zweite Phase) können lediglich globale bzw. pauschale Annahmen getroffen werden. In der Regel wird eine Unternehmensentwicklung mit gleichbleibenden oder konstant wachsenden finanziellen Überschüssen unterstellt, die den Periodenerfolgen entsprechen. Wegen des oft starken Gewichts der finanziellen Überschüsse in der zweiten Phase kommt der kritischen Überprüfung der zugrunde liegenden Annahmen besondere Bedeutung zu.
- Dementsprechend gehen wir in unserem Bewertungsmodell von einem nachhaltig als Ewige Rente erzielbaren Unternehmenserfolg auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzeptes aus. Diese Phase trägt dem Umstand Rechnung, dass von einer unendlichen Lebensdauer der KTM, Pankl, WP und CIAG ausgegangen wird. Die Berücksichtigung eines Liquidationswertes unterbleibt daher. In dieser Phase werden Investitionen in der zur Substanzerhaltung bzw. in der zur Finanzierung des konstanten Wachstums notwendigen Höhe getätigt.

Schematische Darstellung



Für KTM, WP, Pankl und CIAG wird von einer ewigen Rente mit einem nachhaltig erzielbaren Unternehmenserfolg auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts ausgegangen.

Kapitalthesaurierung in der Ewigen Rente

- Von der Ergebnisschätzung für das Normaljahr sind die Nettoinvestitionen in Anlagevermögen und Working Capital abzuziehen, um den nachhaltigen Cash Flow zu ermitteln. Die Höhe der Nettoinvestitionen (q) ist abhängig von der Wachstumsrate in der Ewigen Rente (g) und der auf Neuinvestitionen erzielbaren Rendite (return on new invested capital, RONIC):

$$q = \frac{g}{RONIC}$$

- Für die Wachstumsrate g haben wir für KTM, Pankl, WP und CIAG einheitlich $g=1,0\%$ angesetzt.
- Über die zu erwartende langfristige Entwicklung des Rentabilitätsniveaus RONIC des zu bewertenden Unternehmens sind unter Berücksichtigung der dafür relevanten Einflussfaktoren, wie die Widerstandsfähigkeit des Unternehmens gegen den Abbau von Überrenditen (Konvergenzprozesse), geeignete Annahmen zu treffen. Laut Fachgutachten kann dabei unterstellt werden, dass die Rendite aus der Wiederveranlagung thesaurierter Beträge langfristig den Kapitalkosten entspricht (Konvergenzannahme).
- Unter dieser Prämisse kann die sogenannte „Convergence“-Formel wie folgt angeschrieben werden:

$$Terminal Value = \frac{NOPLAT_{t+1}}{WACC}$$

- Entsprechend dieser Konvergenzannahme kompensiert die Rendite auf das thesaurierte Kapital exakt die Wertminderung aus der Thesaurierung selbst, d.h. Thesaurierungen erfolgen barwertneutral. Damit resultiert aus höheren Wachstumsraten in der Ewigen Rente auch kein zusätzlicher Wertbeitrag.
- Ist jedoch davon abweichend zu erwarten, dass die Renditen des zu bewertenden Unternehmens langfristig über den Kapitalkosten liegen werden, sind laut Fachgutachten die dafür maßgeblichen Gründe anzugeben:
 - Im Fall der **KTM** begünstigt insbesondere die im internationalen Motorsport fest verankerte und weltweit bekannte Marke „KTM“ eine langfristige Widerstandsfähigkeit gegen den vollständigen Abbau von Überrenditen. Für die Phase der Ewigen Rente haben wir daher den Nenner der obigen Gleichung um die Hälfte der Überrendite des letzten Detailplanungsjahrs (somit um 2,44 Prozentpunkte) erhöht.

- Die **WP** partizipiert unmittelbar am Unternehmenserfolg der KTM, ihrem mit Abstand größten und wichtigsten Kunden, weshalb hier analog vorzugehen war. Die Hälfte der Überrendite des letzten Detailplanungsjahres entspricht bei der WP 2,03 Prozentpunkten.
- Im Fall der **Pankl** begünstigt insbesondere die Technologieführerschaft bei Antriebskomponenten im extrem kompetitiven Bereich des Rennsports und der Supersportwagen eine langfristige Widerstandsfähigkeit gegen den vollständigen Abbau von Überrenditen. Würde Pankl keine – in Form von Überrenditen vergütete – langfristige Technologieführerschaft zuerkannt, wäre grundsätzlich der Fortbestand des gesamten Unternehmens zu hinterfragen, da in den höchsten Rennserien, wie beispielsweise der Formel 1, überhaupt nur jene Produkte für den Kunden von Wert sind, die einen gewissen Vorteil gegenüber der Konkurrenz bieten. Die Hälfte der Überrendite des letzten Detailplanungsjahres entspricht bei Pankl 2,10 Prozentpunkten.
- Unter der Annahme langfristiger Überrenditen resultieren aus Kapitalthesaurierungen positive Barwerteffekte, d.h. die Höhe der Wachstumsrate g beeinflusst den zu ermittelnden Unternehmenswert.

Ausschüttungsannahmen und Insolvenzzrisiken

- Gemäß KFS/BW1 ist bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts und rechtlicher Restriktionen zur Ausschüttung zur Verfügung stehen. Nach Berücksichtigung der Ersatzinvestitionen sind wir rechnerisch von der Vollausschüttung der Free Cash Flows während des Detailplanungszeitraums und der Fortschreibungsphase ausgegangen.
- Die Berücksichtigung von bewertungsrelevanten Insolvenzzrisiken kann in den Cash Flows durch den Ansatz von Insolvenzwahrscheinlichkeiten erfolgen, die u.a. aus Ratings abgeleitet werden können. Die CROSS Gruppe oder ihre Beteiligungen verfügt über kein externes Rating. Auf Basis einschlägiger Kennzahlen (Zinsdeckungsgrad, Eigenkapitalquote etc.), deren Entwicklung in Historie und Planung sowie der aktuellen KSV-Auskunft sehen wir keinen Bedarf für eine gesonderte Berücksichtigung von bewertungsrelevanten (wertmindernden) Insolvenzzrisiken.

Die Nettofinanzverbindlichkeiten von KTM, WP, Pankl und CIAG belaufen sich zum Bewertungsstichtag 31. Dezember 2014 auf insgesamt rd. MEUR 386,0. Darüber hinaus sind Minderheitenanteile von in Summe MEUR 6,2 zu berücksichtigen.

Marktwert Nettofinanzverbindlichkeiten 31.12.2014

MEUR	KTM	WP	Pankl	CIAG	Summe
Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstitute	(65,0)	(35,9)	(68,9)	(11,5)	(181,3)
Finanzierungsleasing	(7,6)	-	(1,2)	-	(8,8)
Anleihen	(84,7)	-	(9,9)	(134,6)	(229,2)
Personalarückstellungen (lfr.)	(13,5)	(3,6)	(1,8)	(0,1)	(19,1)
So. verzinsliche Verbindlichkeiten	-	-	(3,0)	(0,8)	(3,8)
Konzerninterne Finanzierung	-	-	-	(38,2)	(38,2)
Summe Finanzverbindlichkeiten	(170,8)	(39,6)	(84,8)	(185,3)	(480,4)
Liquide Mittel	68,8	13,5	12,1	0,0	94,5
Nettofinanzverbindlichkeiten	(102,0)	(26,0)	(72,7)	(185,2)	(386,0)
Anteile Minderheiten	(0,5)	(0,5)	(5,2)	-	(6,2)

Quelle: CIAG

Finanzverbindlichkeiten

- Der Marktwert des Eigenkapitals (Shareholder oder Equity Value) ergibt sich bei Anwendung des Bruttoverfahrens, indem vom Marktwert des Gesamtkapitals (Entity Value) die Nettofinanzverbindlichkeiten (Net Debt) abgezogen werden. Gemäß herrschender Lehre der Unternehmensbewertung sind die Nettofinanzverbindlichkeiten aus dem Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals abzüglich verfügbarer liquider Mittel und verzinslicher Positionen des Anlagevermögens abzuleiten. Der Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals entspricht bei marktüblicher Verzinsung dem Buchwert des Fremdkapitals. Wird das Fremdkapital niedriger oder höher verzinst, ergibt sich der Marktwert des Fremdkapitals aus den mit dem marktüblichen Zinssatz kapitalisierten Fremdfinanzierungszahlungen.
- Als verzinsliche Verbindlichkeiten im Sinne der vorangehenden Beschreibung sind auch langfristige Personalarückstellungen einzustufen. Die darauf entfallenden Zinsaufwendungen sind in Historie und Planung im Finanzergebnis ausgewiesen.
- **KTM:** Die Anleihe wurde im April 2012 mit einer Laufzeit bis 2017 und einem Volumen von MEUR 85 emittiert. Der Kupon beläuft sich auf 4,375% p.a. auf das Nominale. Ein aktueller Preis für die Anleihe konnte nicht festgestellt und folglich auch keine yield-to-maturity errechnet werden. Beim Finanzierungsleasing handelt es sich um die Errichtung des neuen Logistikzentrums in Munderfing.
- **WP:** Die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten betreffen mit rd. MEUR 31 langfristige und mit rd. MEUR 5 kurzfristige Verbindlichkeiten.
- **Pankl:** Die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten betreffen mit rd. MEUR 55 langfristige und mit rd. MEUR 14 kurzfristige Verbindlichkeiten. Die Anleihe wurde in 2013 mit einer Laufzeit bis August 2017 und einem Volumen von MEUR 10 emittiert. Der Kupon zahlt 3,25% p.a. auf das Nominale. Ein aktueller Preis für die Anleihe konnte nicht festgestellt und folglich auch keine yield-to-maturity errechnet werden.
- **CIAG:** In den Anleiheverbindlichkeiten sind eine im Dezember 2005 im Ausmaß von MEUR 60 emittierte ewige Anleihe (Perpetual Bond) sowie eine im Oktober 2012 emittierte Anleihe iHv. MEUR 75 enthalten. Die konzerninterne Finanzierung wird der Pierer Industrie AG geschuldet.
- In Summe belaufen sich die Nettofinanzverbindlichkeiten von KTM, WP, Pankl und CIAG zum Bewertungsstichtag 31. Dezember 2014 auf MEUR 386,0.

Die Free Cash Flows der einzelnen Perioden werden mit den gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC) auf den Bewertungsstichtag diskontiert.

Gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten (WACC)

- Im WACC-Ansatz werden die Free Cash Flows mit den gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (weighted average cost of capital – WACC) diskontiert.
- Der WACC ist ein nach der Kapitalstruktur gewichteter Mischzinssatz aus Eigen- und Fremdkapitalkosten. Die Gewichtung erfolgt nach dem Verhältnis der Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital:

$$\text{WACC} = r(\text{EK})_j * \text{EK/GK} + r(\text{FK})_j * (1 - s_k) * \text{FK/GK}$$

$r(\text{EK})_j$	Renditeforderung der Eigenkapitalgeber für das verschuldete Unternehmen
$r(\text{FK})_j$	Renditeforderung der Fremdkapitalgeber
s_k	Unternehmenssteuersatz
EK	Marktwert des Eigenkapitals
FK	Marktwert des Fremdkapitals
GK	Marktwert des Gesamtkapitals bzw. $\text{GK} = \text{EK} + \text{FK}$

- Der WACC hängt somit von den Kosten des Fremd- und des Eigenkapitals sowie vom Verschuldungsgrad ab.

Fremdkapitalkosten

- Die Kosten des Fremdkapitals ergeben sich aus dem Zinssatz für Fremdkapital abzüglich der Steuerersparnis durch Fremdfinanzierung, da im Free Cash Flow die Steuerersparnis durch Fremdkapitalzinsen nicht berücksichtigt wird. Für die Bestimmung der Eigen- und Fremdkapitalkosten ist die gleiche Laufzeit zu unterstellen. Da für die Renditeforderung der Eigenkapitalgeber auf eine unbestimmte Laufzeit abgestellt wird, ist dieser Prämisse auch bei der Schätzung der Fremdkapitalkosten zu folgen.

- Eine Analyse der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen der KTM, WP und Pankl ergab für Euro-Darlehen maximale Restlaufzeiten von rd. 5 bis 7 Jahren und Risikoaufschläge („credit spread“) von rd. 150 bis 170 Basispunkten auf den jeweils fristenkongruenten risikolosen Zinssatz. Unter der Prämisse eines bei längeren Laufzeiten nahezu gleichbleibenden credit spread ergeben sich Fremdkapitalkosten von rd. 3,0% bis 3,5% (vor Steuern) für ein Euro-Darlehen mit 30 Jahren Laufzeit (zum risikolosen Zinssatz bei 30jähriger Laufzeit verweisen wir auf die folgende Seite).

Eigenkapitalkosten

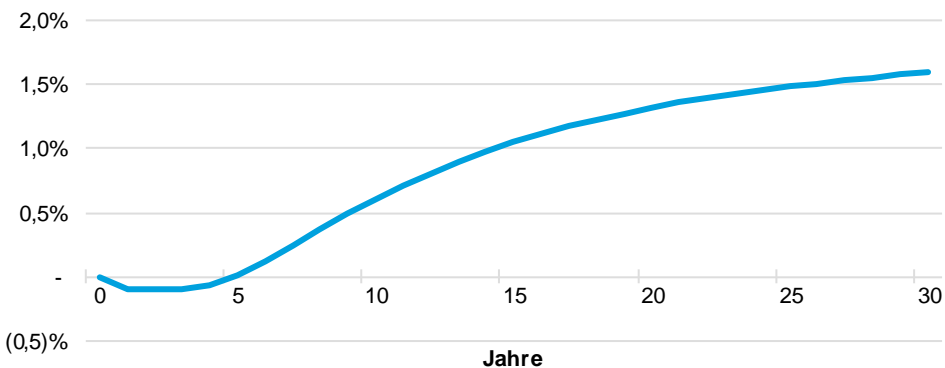
- Die Eigenkapitalkosten repräsentieren die Rendite aus einer zur Investition in das betreffende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage und müssen dem diesbezüglichen Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein. Ausgangsgrößen für die Bestimmung von Alternativrenditen bilden insbesondere Kapitalmarkttrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form eines Aktienportfolios). Diese am Markt beobachtbaren Renditen lassen sich grundsätzlich in einen risikolosen Basiszinssatz sowie in eine von Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderte Risikoprämie separieren.
- In den Wirtschaftswissenschaften wurden zur Schätzung der Eigenkapitalkosten kapitalmarkttheoretische Modelle entwickelt, von denen dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) die größte Bedeutung zukommt. Grundgedanke des CAPM ist, dass zwischen dem Risiko und der erwarteten Rendite von Wertpapieren ein linearer Zusammenhang besteht. Das Risiko wird dabei mittels einer normierten Kovarianz, dem sog. Beta-Faktor, gemessen. Auf Basis des CAPM lassen sich die Eigenkapitalkosten eines Unternehmens anhand der folgenden Formel schätzen:

$$r(\text{EK})_j = i_r + \beta_j * [\mu(r_m) - i_r]$$

$r(\text{EK})_j$	Renditeforderung der Eigenkapitalgeber für das verschuldete Unternehmen
i_r	Rendite risikoloser Kapitalanlagen (= Basiszinssatz)
β_j	Maß für das systematische Risiko des Wertpapiers
$\mu(r_m)$	Erwartete Rendite des Marktportefeuilles

Der Basiszinssatz wird für den Bewertungsstichtag anhand der Zinsstrukturkurve nach Svensson und basierend auf deutschen Bundesanleihen mit 1,59% geschätzt.

Zinsstrukturkurve nach Svensson per 30. Dezember 2014



Quelle: Deutsche Bundesbank

Ableitung Basiszinssatz per 30. Dezember 2014

Svensson yield curve

$$z(n, \beta, \tau) = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1 - e^{-n/\tau_1}}{n/\tau_1} \right) + \beta_2 \left(\frac{1 - e^{-n/\tau_1}}{n/\tau_1} - e^{-n/\tau_1} \right) + \beta_3 \left(\frac{1 - e^{-n/\tau_2}}{n/\tau_2} - e^{-n/\tau_2} \right)$$

Maturity	Parameter			
n	β_0	β_1	β_2	β_3
30	2,144	-2,376	26,112	-29,998
	τ_1	τ_2		
	1,8297	1,99969		
z (30)	1,59%			

Quelle: Deutsche Bundesbank

Basiszinssatz

- Der Basiszinssatz stellt konzeptionell jene Rendite dar, die das Bewertungssubjekt zum Bewertungsstichtag aus einer laufzeitäquivalenten Anlage in risikolose Wertpapiere erzielen kann. Im theoretischen Idealfall entspricht dies der Rendite eines Wertpapierbestandes, dessen Ausfallsrisiko sowie Korrelation mit Renditen anderer Kapitalanlagen gleich Null beträgt. Nachdem für ein Unternehmen regelmäßig eine unendliche bzw. zumindest eine unbestimmte Lebensdauer angenommen werden kann und eine derartige Kapitalanlage per se am Markt nicht existent ist, empfiehlt die Arbeitsgruppe „Unternehmensbewertung“ des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder die Ableitung des Basiszinssatzes aus der Zinsstrukturkurve unter Verwendung der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Daten.
- Grundsätzlich bestehen verschiedene Möglichkeiten zur Schätzung von Zinsstrukturkurven. Nach Ansicht der Arbeitsgruppe stellt die Schätzung der Zinsstrukturkurve aus Bundesanleihen mit Hilfe des Svensson-Verfahrens das geeignetste Verfahren zur Operationalisierung des Basiszinssatzes dar. Die für die Darstellung der Zinsstrukturkurve erforderlichen Parametervektoren werden täglich von der Deutschen Bundesbank (allerdings nicht von der OeNB oder der OeKB) veröffentlicht.
- Da deutsche Bundesanleihen aus österreichischer Sicht weder ein Währungsrisiko noch ein im Vergleich zu österreichischen Staatsanleihen höheres Ausfall- oder Terminrisiko aufweisen und die Liquidität deutscher Bundesanleihen im Vergleich zu österreichischen höher ist, empfiehlt die Arbeitsgruppe die Verwendung der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Daten. Wird für die zu bewertenden Unternehmen eine unbegrenzte Lebensdauer angenommen, stellt die Heranziehung der zum Bewertungsstichtag gültigen spot rate für eine Laufzeit von 30 Jahren eine zulässige Näherung dar. Bei begrenzter Lebensdauer ist ein laufzeitäquivalenter Basiszinssatz anzuwenden.
- Hieraus ergibt sich zum Bewertungsstichtag ein Basiszinssatz von 1,59%.

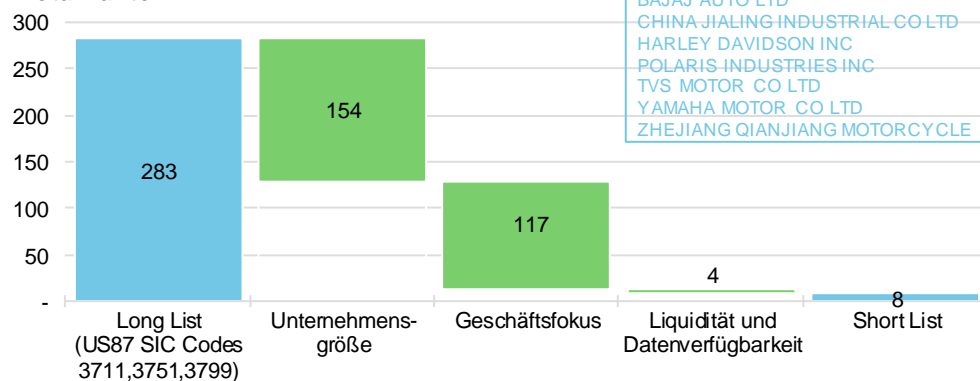
Der Schätzung der Beta-Faktoren ging eine umfassende Analyse börsennotierter Vergleichsunternehmen voraus.

Beta-Faktor

- Ein wesentlicher Faktor bei der Ermittlung unternehmensspezifischer Eigenkapitalkosten ist die Einschätzung der Risikolage des Unternehmens im Vergleich zum Gesamtmarkt. Diese Einschätzung wird durch den sog. Beta-Faktor ausgedrückt.
- Der Beta-Faktor gibt das Ausmaß der Veränderung der Rendite eines bestimmten Wertpapiers bei einer Veränderung der Rendite des Marktportfolios an. Der Beta-Faktor ist somit ein Maß für das systematische Risiko eines bestimmten Wertpapiers und wird mathematisch als eine normierte Kovarianz ausgedrückt.
- Die Bestimmung des Beta-Faktors erfolgt in der Praxis bei börsennotierten Unternehmen mit Hilfe einer linearen Regression der Renditen des betreffenden Unternehmens auf die Rendite des jeweiligen Marktportfolios (breit gestreuter Index). Der Beta-Faktor eines bestimmten Unternehmens ergibt sich demgemäß aus dem Verhältnis der Kovarianz zwischen der Rendite dieses Unternehmens und der Rendite des Marktportfolios einer bestimmten Periode zur Varianz der Rendite des Marktportfolios in derselben Periode.
- In der gegenständlichen Bewertung wurden die Beta-Faktoren anhand der durchschnittlichen Beta-Faktoren ausgewählter Vergleichsunternehmen (Peer Group) getrennt für die KTM und die WP einerseits sowie die Pankl andererseits geschätzt. Die Beta-Faktoren der KTM und der Pankl kamen aufgrund der geringen Liquidität der Aktien und der damit einhergehenden geringen statistischen Belastbarkeit nicht in Frage. Für Details zur Auswahl der beiden separaten Peer Groups verweisen wir auf die folgenden Seiten.
- Bei der Anwendung veröffentlichter Beta-Faktoren vergleichbarer Unternehmen ist zu beachten, dass diese das systematische Risiko des jeweiligen Vergleichsunternehmens repräsentieren, welche sowohl Branchen- als auch Finanzierungsrisiken beinhalten. Da die Finanzierungsstruktur der vorliegenden Bewertungsobjekte nicht notwendigerweise mit jener der Vergleichsunternehmen übereinstimmt, muss das Branchenrisiko isoliert erfasst werden. Dies kann erreicht werden, indem von der Finanzierungsstruktur der Vergleichsunternehmen abstrahiert wird. Um lediglich das Branchenrisiko zu identifizieren, sind von den veröffentlichten levered Betas um das Fremdkapital bereinigte Betas – sog. unlevered Betas – abzuleiten. Im gegenständlichen Fall erfolgte das unleveren der einzelnen Beta-Faktoren mittels der Hamada-Formel (ohne debt beta).
- Aufgrund der anhaltenden Turbulenzen an den Kapitalmärkten und den dadurch bedingten volatilen Entwicklungen von Kursen und Indizes erscheint uns die Verwendung von langfristigen durchschnittlichen Beta-Faktoren gegenüber aktuellen (stichtagsnahen) Beta-Faktoren besser geeignet, um den aufgetretenen Verzerrungen entgegenzuwirken und stabile zukünftige Beta-Faktoren abzuschätzen.

Der Schätzung des Beta-Faktors für die KTM und die WP ging eine umfassende Analyse börsennotierter Vergleichsunternehmen voraus; die ermittelte Peer Group für die Beta-Erhebung umfasst acht Unternehmen.

Börsennotierte Vergleichsunternehmen für Beta-Faktor



Quelle: OneSource

Selektion der Peer Group

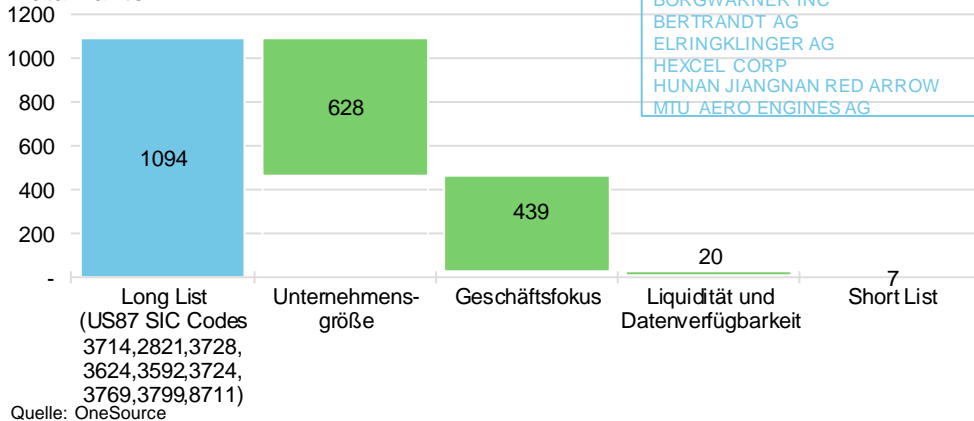
KTM und WP

- Ausgangspunkt für die Selektion der Peer Group bildete die Datenbank des Anbieters OneSource mit aktuell rd. 21 Millionen Unternehmen.
- Eine Suchabfrage nach börsennotierten Unternehmen der Klassifizierung US SIC 3711 (Motor Vehicles and Passenger Car Bodies), 3751 (Motorcycles, Bicycles, and Parts), 3799 (Transport Equipment, Not Elsewhere Classified) ergab insgesamt 283 Treffer.
- In einem ersten Selektionsschritt wurde eine Marktkapitalisierung von mindestens MEUR 50 sowie Umsatz von mindestens MEUR 100 festgelegt. 154 Unternehmen entsprachen diesem Kriterium nicht und wurden daher ausgeschieden. Erfahrungsgemäß handelt es sich dabei entweder um Unternehmen in Sondersituationen oder um Unternehmen mit illiquidem, d.h. vergleichsweise geringem Aktienhandel. Aufgrund dieser Illiquidität sind Abweichungen vom beobachtbaren Aktienkurs zum "wahren" bzw. "inneren" Wert zu erwarten, da Marktinformationen oftmals unzureichend verfügbar bzw. unzureichend eingepreist sind; des Weiteren sind beobachtbare Aktienkurse statistisch zumeist wenig belastbar.
- Aus den verbleibenden 129 Unternehmen wurden nach einer näheren Analyse des Geschäftsmodells 117 Unternehmen mangels vergleichbaren Geschäftsfokus nicht weiter berücksichtigt.
- Von den verbliebenen zwölf Vergleichsunternehmen wurden in einem finalen Schritt weitere vier Unternehmen aufgrund von Nicht-Erfüllung statistischer Signifikanzkriterien sowie Datenverfügbarkeit aus der Peer Group ausgeschlossen.
- Der dargestellte Selektionsprozess ergab eine Peer Group von acht Vergleichsunternehmen.

Der Schätzung des Beta-Faktors der Pankl ging eine umfassende Analyse börsennotierter Vergleichsunternehmen voraus; die ermittelte Peer Group für die Beta-Erhebung umfasst sieben Unternehmen.

Börsennotierte Vergleichsunternehmen für

Beta-Faktor



Selektion der Peer Group

Pankl

- Ausgangspunkt für die Selektion der Peer Group bildete die Datenbank des Anbieters OneSource mit aktuell rd. 21 Millionen Unternehmen.
- Eine Suchabfrage nach börsennotierten Unternehmen der Klassifizierung US SIC 3714 (Motor Vehicle Parts and Accessories), 2821 (Plastics Materials, Synthetic Resins, and Nonvulcanizable Elastomers), 3728 (Aircraft Parts and Auxiliary Equipment, Not Elsewhere Classified), 3624 (Carbon and Graphite Products), 3592 (Carburetors, Pistons, Piston Rings, and Valves), 3724 (Aircraft Engines and Engine Parts), 3769 (Guided Missile Space Vehicle Parts and Auxiliary Equipment, Not Elsewhere Classified), 3799 (Transportation Equipment, Not Elsewhere Classified), 8711 (Engineering Services) ergab insgesamt 1094 Treffer.
- In einem ersten Selektionsschritt wurde eine Marktkapitalisierung von mindestens MEUR 50 sowie Umsatz von mindestens MEUR 100 festgelegt. 628 Unternehmen entsprachen diesem Kriterium nicht und wurden daher ausgeschieden. Erfahrungsgemäß handelt es sich dabei entweder um Unternehmen in Sondersituationen oder um Unternehmen mit illiquidem, d.h. vergleichsweise geringem Aktienhandel. Aufgrund dieser Illiquidität sind Abweichungen vom beobachtbaren Aktienkurs zum "wahren" bzw. "inneren" Wert zu erwarten, da Marktinformationen oftmals unzureichend verfügbar bzw. unzureichend eingepreist sind; des Weiteren sind beobachtbare Aktienkurse statistisch zumeist wenig belastbar.
- Aus den verbleibenden 466 Unternehmen wurden nach einer näheren Analyse des Geschäftsmodells 439 Unternehmen mangels vergleichbaren Geschäftsfokus nicht weiter berücksichtigt.
- Von den verbliebenen 27 Unternehmen wurden in einem finalen Schritt weitere 20 Unternehmen aufgrund von Nicht-Erfüllung statistischer Signifikanzkriterien sowie Datenverfügbarkeit aus der Peer Group ausgeschlossen.
- Der dargestellte Selektionsprozess ergab somit eine Peer Group von sieben Vergleichsunternehmen.

Für die KTM und die WP ergibt sich ein unlevered Beta-Faktor iHv. 0,97 basierend auf einer historischen Analyse börsennotierter Vergleichsunternehmen.

Übersicht Beta-Faktoren KTM/WP

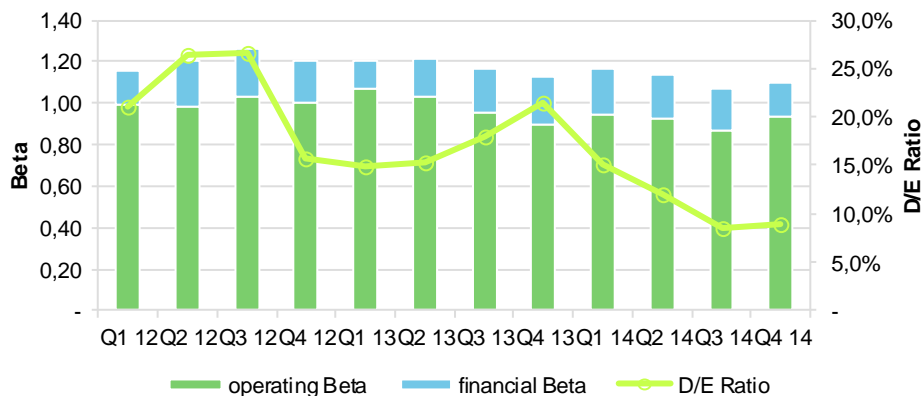
Unternehmen	Land	Ø Beta-Faktor*
ARCTIC CAT INC	USA	1,52
BAJAJ AUTO LTD	Indien	0,88
CHINA JIALING INDUS CO LTD-A	China	0,84
HARLEY-DAVIDSON INC	USA	1,01
POLARIS INDUSTRIES INC	USA	1,23
TVS MOTOR CO LTD	Indien	0,69
YAMAHA MOTOR CO LTD	Japan	0,93
ZHEJIANG QIANJIANG MOTOR-A	China	0,96
Median		0,97
Durchschnitt		1,03
Min		0,73
Max		1,52
Standardabweichung		0,28
Variationskoeffizient		0,27

Quelle: Bloomberg; *Beta-Faktoren beziehen sich jeweils auf den Durchschnitt über den Beobachtungszeitraum Q1 2012 bis Q4 2014

Beta-Faktor

- Entsprechend den vorigen Ausführungen wurden die Beta-Faktoren der ausgewählten Vergleichsunternehmen (Peer Group) auf Quartalsbasis für den Zeitraum erstes Quartal 2012 bis inklusive viertes Quartal 2014 erhoben und im Detail analysiert. Die einzelnen Beta-Faktoren stammen vom Datenbankanbieter Bloomberg. Sie werden durch Regression der wöchentlichen Rendite der Aktie auf den jeweiligen Landesindex über die dem Quartal zwei vorangehenden Jahre ermittelt.
- Aus dieser Beta-Analyse von ausgewählten börsennotierten Vergleichsunternehmen errechnet sich im Durchschnitt über den gesamten Beobachtungszeitraum ein unlevered Beta für die KTM und die WP iHv. 0,97.

Peer Group Beta KTM/WP



Quelle: Bloomberg

Für die Pankl ergibt sich ein unlevered Beta-Faktor iHv. 1,05 basierend auf einer historischen Analyse börsennotierter Vergleichsunternehmen.

Übersicht Beta-Faktoren Pankl

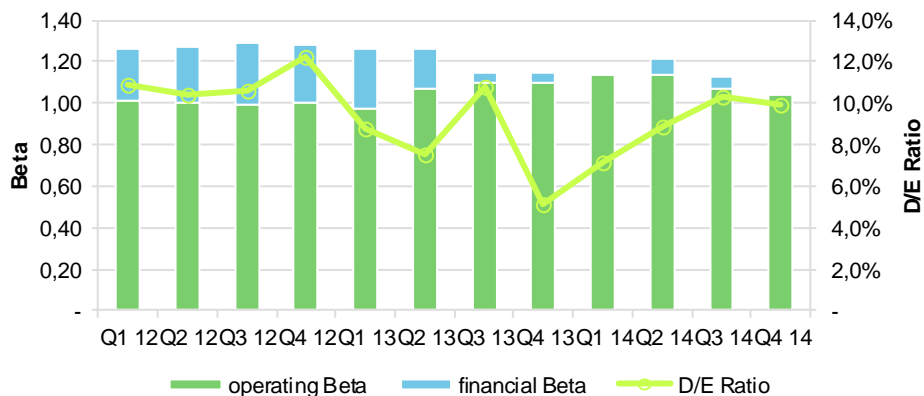
Unternehmen	Land	Ø Beta-Faktor*
AMERICAN AXLE & MFG HOLDINGS	USA	1,01
BORGWARNER INC	USA	1,29
BERTRANDT AG	Deutschland	0,87
ELRINGKLINGER AG	Deutschland	0,94
HEXCEL CORP	USA	1,20
HUNAN JIANGNAN RED ARROW-A	China	1,17
MTU AERO ENGINES AG	Deutschland	0,70
Median		1,05
Durchschnitt		1,03
Min		0,70
Max		1,30
Standardabweichung		0,22
Variationskoeffizient		0,22

Quelle: Bloomberg; *Beta-Faktoren beziehen sich jeweils auf den Durchschnitt über den Beobachtungszeitraum Q1 2012 bis Q4 2014

Beta-Faktor

- Entsprechend den vorigen Ausführungen wurden die Beta-Faktoren der ausgewählten Vergleichsunternehmen (Peer Group) auf Quartalsbasis für den Zeitraum erstes Quartal 2012 bis inklusive viertes Quartal 2014 erhoben und im Detail analysiert. Die einzelnen Beta-Faktoren stammen vom Datenbankanbieter Bloomberg. Sie werden durch Regression der wöchentlichen Rendite der Aktie auf den jeweiligen Landesindex über die dem Quartal zwei vorangehenden Jahre ermittelt.
- Aus dieser Beta-Analyse von ausgewählten börsennotierten Vergleichsunternehmen errechnet sich im Durchschnitt über den gesamten Beobachtungszeitraum ein unlevered Beta für die Pankl iHv. 1,05.

Peer Group Beta Pankl



Quelle: Bloomberg

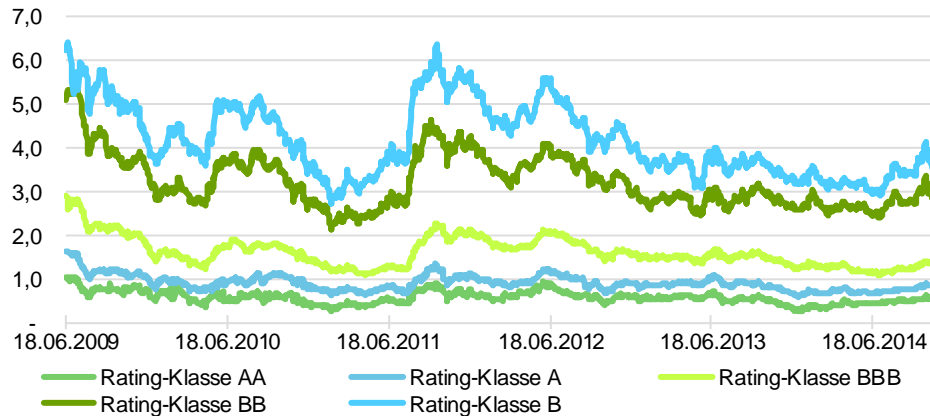
Zur Abschätzung der Marktrisikoprämie wurde zunächst von einer Marktrisikoprämie für etablierte Kapitalmärkte iHv 6,5% ausgegangen und diese anschließend um länderspezifische Risikozuschläge ergänzt.

Marktrisikoprämie

- Durch die Marktrisikoprämie wird das mit der Investition in ein Unternehmen im Vergleich zu risikolosen Wertpapieren verbundene höhere Risiko abgegolten. Rechnerisch ergibt sie sich aus der Differenz der erwarteten Rendite des Marktportfolios, welches das Portfolio eines typisierten, voll diversifizierten Investors repräsentiert, und der risikofreien Rendite. Zwar ist das Marktportfolio als solches auf dem Kapitalmarkt nicht verfügbar, doch kann es vereinfachend mit gewichtigen Indices (z.B. S&P 500) gleichgesetzt werden.
- Mit der Marktrisikoprämie wird nicht das gesamte Risiko eines Wertpapiers, sondern lediglich das systematische Risiko (Marktrisiko) abgegolten, welches den durch Diversifikation nicht vermeidbaren Teil des Gesamtrisikos eines Wertpapiers bezeichnet. Die Höhe des systematischen Risikos wird z.B. durch die Höhe des risikolosen Zinsfußes, Konjunkturprognosen, Erwartungen über das Verhalten der Tarifpartner sowie steuerpolitische Maßnahmen beeinflusst. Im Gegensatz zum systematischen Risiko kann das unsystematische Risiko der Theorie des CAPM folgend durch eine ausreichende Diversifikation des Marktportfolios vollständig eliminiert werden. Zum unsystematischen Risiko zählen insbesondere jene Risiken, die sich aus der unmittelbaren Situation eines Unternehmens ergeben, wie z.B. die Qualität des Managements und der Mitarbeiter, das Alter und die Eignung der Vermögensausstattung des Unternehmens oder die individuelle Wettbewerbssituation. Das unsystematische Risiko ist entsprechend dem CAPM nicht auf Kapitalmarkteinflüsse zurückzuführen, weshalb es vom Markt nicht abgegolten wird und somit bei der Ermittlung der Eigenkapitalkosten eines Unternehmens unberücksichtigt bleibt.
- Zur Höhe der Marktrisikoprämie für verschiedene Kapitalmärkte liegen mehrere empirische Untersuchungen vor. Auf Basis neuerer empirischer Untersuchungen sowie insbesondere unter Berücksichtigung der aktuellen Kapitalmarktentwicklungen, empfiehlt die Arbeitsgruppe „Unternehmensbewertung“ des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder, für den österreichischen Kapitalmarkt bis auf weiteres von einer Marktrisikoprämie (vor persönlichen Ertragsteuern) in Höhe von 5,5% bis 7,0% auszugehen. Mit dieser Marktrisikoprämie soll das Risiko abgedeckt werden, in den österreichischen Kapitalmarkt, d.h. in ein Marktportfolio eines entwickelten Kapitalmarktes in einem Land bester Bonität, zu investieren.
- Risiken, welche mit Investitionen in weniger entwickelte Märkte einhergehen (Länderrisiken) sollten grundsätzlich über, mit Eintrittswahrscheinlichkeiten gewichtete, Szenarien in der Prognose der finanziellen Überschüsse erfasst werden. Falls ein Ansatz in den prognostizierten finanziellen Überschüssen z.B. aus Praktikabilitäts- oder Komplexitätsgründen unterbleibt, kommt alternativ ein korrekterer Ansatz im Nenner des Bewertungskalküls, in Form eines zusätzlichen Risikozuschlags zu den nach CAPM bemessenen Kapitalkosten, in Betracht.
- Bei der Abschätzung dieser länderspezifischen Risikozuschläge für die Bewertungsobjekte sind wir zunächst von einer Marktrisikoprämie für etablierte Kapitalmärkte ausgegangen und haben diese mit 6,5% angesetzt.
- Die Berechnung der zusätzlich anzusetzenden länderspezifischen Risikozuschläge erfolgte über ein Bond-Spread-Modell. Dieses Modell ist das in der Praxis am weitesten verbreitete Modell zur Abschätzung internationaler Kapitalkosten bzw. Marktrisikoprämien und liegt zahlreichen veröffentlichten Daten (bspw. Ibbotson, Damodaran etc.) zugrunde.
- Gemäß diesem Modell wird zunächst die Renditedifferenz zwischen Anleihen mit dem gleichen Ausfallrisiko wie das betreffende Land (ausgedrückt durch das Rating) und der Rendite einer risikolosen Anlage berechnet. Um der unterschiedlichen Volatilität von Aktien- und Anleihemärkten Rechnung zu tragen, wird die errechnete Renditedifferenz um einen Volatilitätsfaktor adjustiert.
- Dem Volatilitätsfaktor iHv. 2,06x liegen langfristige empirische Studien zugrunde (vgl. Morningstar: 2014 Ibbotson © SBBI © Classic Yearbook, S. 91).

Die länderspezifischen Risikozuschläge wurden für die KTM und WP auf Basis langfristiger Renditedifferenzen zwischen Industrieanleihen der jeweiligen Ratingklasse und risikolosen Staatsanleihen ermittelt.

Renditedifferenz: Rating-Klasse vs. US Treasury Bond



Quelle: Bloomberg

Länderspezifische Risikoaspekte der KTM, WP und Pankl

- Der Exportanteil der KTM betrug in 2014 rd. 97%. Dabei entfielen rd. 42% der Umsätze auf Länder mit S&P-Ratings von AA und niedriger. 15% der Umsätze stammten 2014 aus Ländern mit Ratings von BBB+ und niedriger. Die damit einhergehenden Länderrisiken sind grundsätzlich mittels spezifischer Zuschläge auf die zuvor beschriebene Marktrisikoprämie für etablierte Kapitalmärkte zu würdigen.
- Die WP generierte 2014 über 80% der Umsätze mit der KTM, ist somit vergleichbaren Länderrisiken ausgesetzt und diesbezüglich analog zur KTM zu behandeln.
- Der Exportanteil der Pankl betrug in 2014 rd. 85%. Im Vergleich zur KTM generierte die Pankl nur 29% seiner Umsätze in Ländern mit S&P-Ratings von AA und niedriger. Weiters ist hervorzuheben, dass die Pankl in den jeweiligen Ländern oft nur einen einzigen Premiumhersteller beliefert, wie bspw. Ferrari in Italien (BBB-) oder den Renault-F1 Rennstall in Frankreich (AA). Die Kunden dieser Premiumhersteller wiederum stammen nur zu einem sehr geringen Teil aus dem jeweiligen Land, vielmehr handelt es sich typischerweise um eine globale, finanzkräftige Klientel. Ein zur KTM oder WP vergleichbarer länderspezifischer Risikoaspekt ist daher für die Pankl nicht zu vermuten.

Länderspezifische Risikozuschläge

- Die länderspezifischen Risikozuschläge wurden für KTM und WP anhand der S&P-Rating-Klasse der jeweiligen Absatzmärkte ermittelt. Nebenstehende Abbildung veranschaulicht die Entwicklung anhand der Renditedifferenzen einzelner Rating-Klassen zu US Treasury Bonds im Zeitverlauf von 2009 bis 2014. Für die gegenständliche Bewertung wurden zunächst die länderspezifischen Risikoprämien auf Basis der Renditedifferenzen zwischen 10-jährigen US-Anleihen (Composite Bonds – BVAL-Curves) und dem AAA-gerateten, d.h. risikolosen 10-jährigen US-Treasury Bond zum 31. Dezember 2014 erhoben. Die solcherart ermittelten Risikoprämien finden aus folgenden Gründen keine vollumfängliche Berücksichtigung im Zinssatz:
 - In die Beurteilung eines Landes lassen Ratingagenturen viele Faktoren einfließen, wie bspw. Inflation, Arbeitslosenquote, verfügbares Haushaltseinkommen, Staatsverschuldung, etc. Die KTM spricht mit ihren Produkten kaufkräftigere Schichten an, deren individuelle Einkommensentwicklung – gerade in einem wirtschaftlichen Abschwung – nicht zwangsläufig dem nationalen Trend entsprechen muss.
 - Vor dem Hintergrund der starken Marke hat die KTM weltweit neue Absatzmärkte erschlossen und dabei innovative Vertriebskonzepte entwickelt, wobei in der Regel die Kooperation mit einem Generalimporteur bevorzugt wird, der gegebenenfalls die Assemblierung der Motorräder übernimmt, um aus zollrechtlichen Gründen einen bestimmten Wertschöpfungsanteil im jeweiligen Land zu gewährleisten. Die bei Markteintritt erforderlichen Investitionen der KTM beschränken sich daher in der Regel auf Beratungsleistungen in Zusammenhang mit der Logistik und Assemblierung. Die Investitionen für die Schaffung der notwendigen Infrastruktur vor Ort, den Aufbau eines Händlernetzes und Kundendienstes oder in den Werbeauftritt trägt der Generalimporteur. Dadurch kann sich die KTM verhältnismäßig rasch und mit begrenztem Aufwand aus Märkten zurück ziehen bzw. neue Märkte erschließen. Sollten nun vereinzelte länderspezifische Risiken, wie bspw. anhaltende Unruhen in einem Land, schlagend werden, so ist der potentielle Verlust durch verlorene Investitionen begrenzt und KTM kann die wegfallenden Stückzahlen kurz- bis mittelfristig über neue Absatzmärkte kompensieren.
- In einer gesamthaften Beurteilung erscheint es daher angemessen, die länderspezifischen Risikozuschläge nur zu 1/3 im Zinssatz der KTM und der WP zu berücksichtigen.

Für die nach DCF-Verfahren bewerteten Unternehmen liegen die periodenspezifischen WACC in einer Bandbreite von 7,70% bis 8,27%.

WACC-Parameter

	Land	Basis- zinssatz	Markt- risikoprämie	länder- spez. Zuschlag	Beta unl.	FK-Kosten	eff. Steuersatz
KTM	AT	1,59%	6,50%	0,36%	0,97	3,00%	25,00%
WP	AT	1,59%	6,50%	0,38%	0,97	3,51%	25,00%
Pankl	AT	1,59%	6,50%	0,00%	1,05	3,10%	25,00%
CIAG	AT	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Quelle: Bloomberg, Deloitte

WACC

- Die Ermittlung bzw. die Berechnung des WACC erfordert die Kenntnis der künftigen Finanzierungsstruktur, d.h. des Verhältnisses zwischen den Marktwerten der einbezogenen Finanzierungsquellen (Eigen- oder Fremdkapital) des Bewertungsobjekts.
- Für die Bewertung wurde die Kapitalstruktur der einzelnen Bewertungsobjekte periodenspezifisch aus dem Bewertungsergebnis ermittelt. Der aus der Peer-Group abgeleitete unlevered Beta-Faktor jedes einzelnen Bewertungsobjektes wurde mit dieser Kapitalstruktur an den Verschuldungsgrad der einzelnen Bewertungsobjekte angepasst (sog. re-levern).
- Auf Basis der zuvor beschriebenen Vorgehensweise und der dabei ermittelten Zinssatzparameter ergeben sich für die einzelnen Bewertungsobjekte die in nebenstehender Tabelle angeführten periodenspezifischen WACC.
- Unter Würdigung der sich hieraus ergebenden Bandbreite an periodenspezifischen WACC wurde für die CIAG vereinfachend ein einheitlicher WACC von 8,0% angenommen.

WACC für 2015 bis 2019 bzw. 2020 und TV

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	TV
KTM	7,93%	7,88%	7,92%	7,96%	8,00%	8,02%	8,13%
WP	7,70%	7,70%	7,77%	7,83%	7,89%	7,91%	8,06%
Pankl	7,93%	7,97%	8,01%	8,08%	8,13%	n/a	8,27%
CIAG	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	n/a	8,00%

Quelle: Deloitte

Dem Multiplikatorverfahren liegt die Annahme zugrunde, dass Unternehmen, die sich hinsichtlich ihrer wesentlichen Rahmenbedingungen gleichen, auch den gleichen Wert haben sollten.

Unternehmensbewertung mittels Multiplikatormethode (SPCM)



Grundsätzliche Überlegungen

Der Bewertung nach dem Multiplikatorverfahren liegt die Annahme zugrunde, dass Unternehmen, die sich hinsichtlich ihrer wesentlichen Rahmenbedingungen (Geschäftsgegenstand, Größe, Ertragslage, etc.) gleichen, auch den gleichen Wert haben sollten.

Formal wird aus einer Referenzgröße und dem korrespondierenden Wert vergleichbarer Unternehmen eine Verhältniszahl ermittelt, die – mit der Referenzgröße des Bewertungsobjekts multipliziert – den Wert des Bewertungsobjekts ergibt. Als Referenzgrößen kommen hierbei Ertragsgrößen (z.B. Umsatz, EBIT, EBITDA, Jahresüberschuss), Substanzgrößen (z.B. Buchwert Eigenkapital) und operative Größen (z.B. Kundenzahl) in Betracht. Grundsätzlich sind hierbei aktuelle oder zukünftige Werte den historischen vorzuziehen.

Als korrespondierender Wert ist im Allgemeinen – abhängig von der angewandten Referenzgröße – entweder der Gesamtunternehmenswert (Enterprise Value) oder der Wert des Eigenkapitals (Equity Value) heranzuziehen.

Die Ermittlung dieses Wertes kann entweder über

- die Börsekapitalisierung (Similar Public Company Methode) oder über
- den Transaktionswert von zeitnah und erfolgreich abgeschlossenen Transaktionen (Recent Transactions Methode) erfolgen.

Abgesehen von oftmaligen Problemen der Datenbeschaffung und -qualität kommt der Auswahl der vergleichbaren Unternehmen („Peer Group“) im Rahmen dieser Verfahren essentielle Bedeutung zu.

Grundsätzlich ist darauf hinzuweisen, dass kein Unternehmen mit einem anderen vollständig vergleichbar ist. Das Ergebnis wird deshalb in der Regel in Form einer Bandbreite möglicher Werte dargestellt, welche den verbleibenden Interpretationsspielraum angemessen widerspiegelt.

Zusätzlich ist zu beachten, dass die Ergebnisse dieser Verfahren stets im Lichte der zum Bewertungsstichtag herrschenden Stimmung auf den Kapitalmärkten bzw. der transaktionsindividuellen Spezifika und Hintergründe zu betrachten sind.

Abschnitt	Seite	Bewertungsergebnisse	Seite
Inhaltsverzeichnis	3	Übersicht	84
Executive Summary	7	KTM AG	85
Bewertungsobjekt	10	WP AG	88
Bewertungsobjekt – KTM AG	18	Pankl Racing Systems AG	91
Bewertungsobjekt – WP	29	Wethje	94
Bewertungsobjekt – Pankl Racing Systems AG	38	Durmont	95
Bewertungsobjekt – Wethje Gruppe	49	PF GmbH	96
Bewertungsobjekt – Durmont Teppichbodenfabrik GmbH	53	CIAG	97
Bewertungsobjekt – CIAG	57		
Bewertungsobjekt – PF Beteiligungsverwaltungs GmbH	63		
Bewertungsmethodik	65		
Bewertungsergebnisse	83		
Appendix	98		

Der objektivierte Wert für 100% des Eigenkapitals der CROSS Gruppe liegt per 31. Dezember 2014 in einer Bandbreite von MEUR 311,0 bis 381,2. Basierend auf einer Aktienanzahl von 1.332.000 ergibt das einen rechnerischen Wert pro Aktien von EUR 233,5 bis EUR 286,2.

Wertüberleitung CROSS Gruppe

in MEUR	Enterprise Value (exkl. Cash, n.b. Verm.)		nicht betriebsnotw. Vermögen	Enterprise Value für 100%		Netto- finanzver- bindlichkeiten	Anteile Minder- heiten	MW Eigenkapital für 100%		Anteil CROSS Gruppe	MW Eigenkapital CROSS Gruppe	
	von	bis		von	bis			von	bis		von	bis
KTM	746,3	- 843,3	2,4	748,7	- 845,7	(102,0)	(0,5)	646,2	- 743,2	51,18%	330,7	- 380,4
WP	98,7	- 110,4	2,8	101,5	- 113,2	(26,0)	(0,5)	74,9	- 86,7	90,00%	67,5	- 78,0
Pankl	193,0	- 212,5	-	193,0	- 212,5	(72,7)	(5,2)	115,1	- 134,6	51,13%	58,9	- 68,8
Wethje		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	16,0	- 16,0	49,00%	7,8	- 7,8
Durmont		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	6,0	- 6,0	100,00%	6,0	- 6,0
PF Beteiligungsverwaltung GmbH		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	15,0	- 15,0	100,00%	15,0	- 15,0
CIAG (Einzelgesellschaft)	10,3	- 10,3	-	10,3	- 10,3	(185,2)	-	<u>(174,9)</u>	- <u>(174,9)</u>	100,00%	<u>(174,9)</u>	- <u>(174,9)</u>
CROSS Gruppe								<u>698,4</u>	- <u>826,6</u>		<u>311,0</u>	- <u>381,2</u>

Bewertungsaspekte CROSS

- Die Ermittlung der Wertbandbreite der CROSS Gruppe basiert auf einer Sum-of-the-parts-Betrachtung, d.h. der Wert der Gruppe ergibt sich aus der Summe des Werts der einzelnen Beteiligungen zuzüglich dem Wert der Holdinggesellschaft. Dabei stand die Bewertung der Gruppe und nicht die Ermittlung von Wertbandbreiten für einzelne Gesellschaften auf einer stand-alone Basis im Vordergrund.
- Dem Marktwert des Gesamtkapitals (Entity Value) wurde etwaiges nicht betriebsnotwendiges Vermögen jeweils zugezählt und die Nettofinanzverbindlichkeiten sowie Anteile der Minderheiten in Abzug gebracht. Nettofinanzverbindlichkeiten sind die Finanzverbindlichkeiten saldiert mit dem Bestand an liquiden Mitteln.
- Die Bewertungsergebnisse für die nach DCF-Verfahren bewerteten Beteiligungen der CIAG wurden umfangreichen Sensitivitätsanalysen unterzogen, welche sich in den oben dargestellten Bandbreiten der Unternehmenswerte widerspiegeln. Der anteilige Marktwert des Eigenkapitals wurde grundsätzlich mit den durchgerechneten Anteilen an den einzelnen Bewertungsobjekten ermittelt.
- Für Details zu den einzelnen Bewertungsergebnissen verweisen wir auf die folgenden Seiten.
- Auf Basis unserer Analysen liegt der objektivierte Wert für 100% des Eigenkapitals der CROSS Gruppe zum Bewertungsstichtag 31. Dezember 2014 in einer Bandbreite von rd.

MEUR 311,0 bis MEUR 381,2.

Ausgehend von den jeweils ermittelten Einzelwerten ergibt sich ein rechnerischer Wert von rd.

MEUR 344,4.

Basierend auf einer ausstehenden Aktienanzahl der CIAG von 1.332.000 ergibt das einen rechnerischen Wert pro Aktie von rd.

EUR 233,5 bis EUR 286,2.

Ausgehend von den jeweils ermittelten Einzelwerten ergibt sich ein rechnerischer Wert pro Aktie von rd.

EUR 258,5.

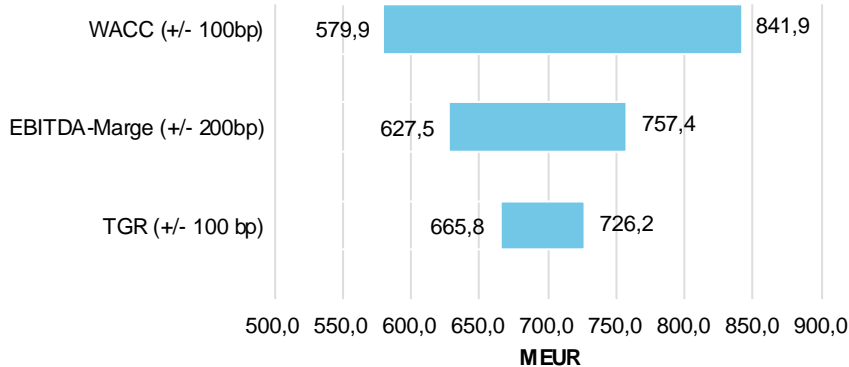
Nach eingehender Analyse finden die identifizierten Besonderheiten der KTM eine jeweils entsprechende Würdigung in der Bewertung. Der periodenspezifische WACC liegt in einer Bandbreite von 7,88% bis 8,13%.

Bewertungsaspekte KTM

- Die KTM ist spezialisiert auf die Entwicklung, Produktion und Vertrieb von geländegängigen Motorrädern, sportlichen Straßenmotorrädern und Sportwagen.
- Uns wurde vom Management der KTM eine Mehrjahresplanung für die Jahre 2015 bis 2020, bestehend aus einer konsolidierten Gewinn- und Verlustrechnung sowie einer Bilanz auf Basis IFRS, zur Verfügung gestellt. Wesentliche Planungsprämissen wurden uns vom Vorstand in zwei Gesprächen am Sitz der Gesellschaft bzw. in Wels sowie durch ergänzende Unterlagen und Auskünfte plausibel dargelegt.
- Vom Aufsichtsrat der KTM wurde am 25. November 2014 das Budget 2015 genehmigt. Die Mittelfristplanung 2016 bis 2019 wurde dem Aufsichtsrat am 3. März 2015 zur Kenntnis vorgelegt. Die Planung des Jahres 2020 ist nicht Teil des wiederkehrenden Planungsprozesses und wird deshalb nicht dem Aufsichtsrat vorgelegt. Sie dient dem Unternehmen zur Abbildung der langfristigen Modellzyklen und somit des Wachstumsprogrammes.
- Die Mehrjahresplanung wurde von uns hinsichtlich rechnerischer Richtigkeit sowie der Konsistenz der Planungsprämissen mit der Entwicklung wesentlicher Bestands- und Erfolgskonten analysiert. Dazu fanden neben den uns verfügbaren externen Quellen auch die im Rahmen einer Vergangenheitsanalyse festgestellten Entwicklungslinien des Unternehmens Berücksichtigung.
- Der Verbrauch von allfälligen steuerlich verwertbaren Verlustvorträgen wird in der Planbilanz über die Veränderung der latenten Steuern abgebildet.
- Die Finanzverbindlichkeiten von MEUR 170,8 beinhalten insbesondere Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten (MEUR 65,0) sowie begebene Anleihen (MEUR 84,7). Bei der Überleitung auf die Nettofinanzverbindlichkeiten wurden liquide Mittel iHv. MEUR 68,8 berücksichtigt.
- Ein nicht-betriebsnotwendiges Grundstück wurde mit dem Buchwert iHv. MEUR 2,4 werterhöhend berücksichtigt.
- Der periodenspezifisch ermittelte WACC der KTM liegt in einer Bandbreite von 7,88% bis 8,13%.
- Die Wachstumsrate in der Ewigen Rente (TGR) wird mit 1,0% angenommen.
- Die in der Ewigen Rente vorherrschende Überrendite (ROIC>WACC) von 2,4 Prozentpunkten ist insbesondere vor dem Hintergrund der starken Marke zu würdigen.

Umfangreiche Sensitivitätsanalysen zeigen den objektivierten Wert für 100% des Eigenkapitals der KTM zum 31. Dezember 2014 in einer Bandbreite von MEUR 646,2 bis MEUR 743,2 und somit für den 51,18% Anteil der CROSS Gruppe in einer Bandbreite von MEUR 330,7 bis MEUR 380,4.

Sensitivitätsanalyse DCF-Wertbandbreite KTM (100%)



Sensitivitätsanalysen

- Wir haben den ermittelten objektivierten Unternehmenswert hinsichtlich seiner Sensitivität auf Veränderungen der Werttreiber untersucht und dabei die Höhe des periodenspezifischen WACC sowie der EBITDA-Marge als wesentliche Einflussgröße identifiziert. Die nebenstehende Matrix verdeutlicht den Einfluss dieser beiden Parameter im Detail.
- Gemäß diesen Analysen errechnet sich der objektivierte Wert für 100% des Eigenkapitals der KTM – als Durchschnitt der jeweiligen Ober- und Untergrenzen – in einer Bandbreite von rd.

MEUR 646,2 bis MEUR 743,2

und daher für den von der CROSS Gruppe gehaltenen Anteil von 51,18% eine rechnerische Bandbreite von rd.

MEUR 330,7 bis MEUR 380,4.

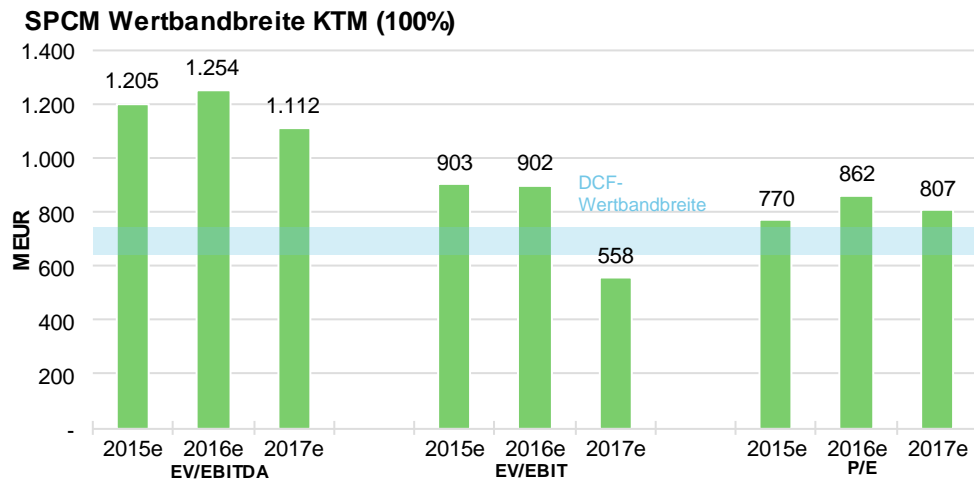
Sensitivitätsanalyse WACC-Ansatz (in MEUR)

EBITDA-Marge	Veränderung WACC				
	+100 bp	+50 bp	+/-0	-50 bp	-100 bp
-200 bp	523,1	571,8	627,5	691,6	766,2
-100 bp	551,5	602,1	659,9	726,5	804,1
+/-0	579,9	632,4	692,4	761,5	841,9
+100 bp	608,4	662,8	724,9	796,5	879,9
+200 bp	636,8	693,1	757,4	831,5	917,8

Ø MEUR 646,2

Ø MEUR 743,2

Der mittels DCF-Verfahren ermittelte Unternehmenswert wurde anhand eines Multiplikatorverfahrens plausibilisiert.



Plausibilisierung der DCF-Ergebnisse

- In Anbetracht der geringen Liquidität der Aktie der KTM ist die Börsenkapitalisierung der KTM zum Bewertungsstichtag zur Plausibilisierung der mittels DCF-Verfahren errechneten Ergebnisbandbreiten nur sehr eingeschränkt verwendbar. Die Börsenkapitalisierung der KTM zum 31. Dezember 2014 beträgt MEUR 1.464,0.
- Wir haben daher die mittels DCF-Verfahren ermittelte Ergebnisbandbreite anhand von kapitalmarktorientierten Multiplikatoren – Similar Public Company Method (SPCM) – plausibilisiert. Für die Bewertung mittels SPCM wurden EBITDA-, EBIT und P/E-Multiplikatoren herangezogen.
- Wir sind bei der Plausibilisierung des Bewertungsergebnisses durch das Multiplikatorverfahren von jenen Vergleichsunternehmen ausgegangen, die wir im Zuge der Ermittlung des Beta-Faktors selektiert haben. Für die Darstellung der rechnerischen Wertermittlung mittels Multiplikatoren verweisen wir auf den Anhang.
- Die mittels SPCM ermittelten Vergleichswerte liegen für 100% des Eigenkapitals der KTM in einer Bandbreite von rd.

MEUR 558 bis MEUR 1.254.

- Die Ergebnisse der SPCM-Methode sind dahingehend zu würdigen, dass sich aufgrund der unterschiedlichen Datendichte und -qualität in den einzelnen Perioden eine große Streuung der Multiplikatoren und dementsprechend der mittels SPCM ermittelten Wertbandbreite ergibt. Der EBIT-Multiple 2017 basiert beispielsweise auf einer Einzelbeobachtung.
- Die DCF-Wertbandbreite liegt unterhalb der mittels Multiplikatorverfahren ermittelten Bandbreite.

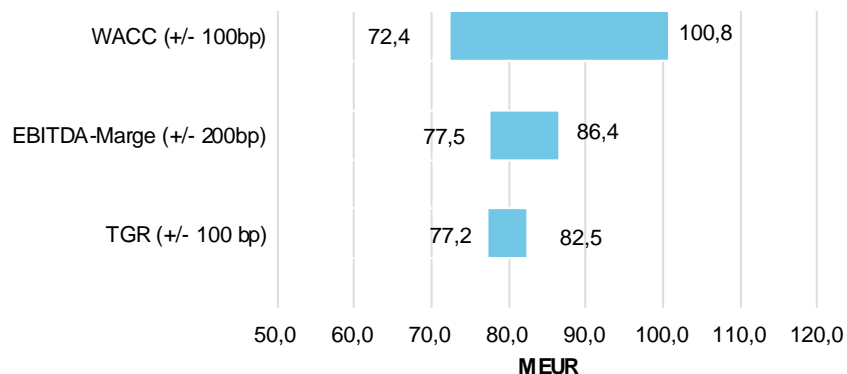
Nach eingehender Analyse finden die identifizierten Besonderheiten der WP eine jeweils entsprechende Würdigung in der Bewertung. Der periodenspezifische WACC liegt in einer Bandbreite von 7,70% bis 8,06%.

Bewertungsaspekte WP

- Die WP hat sich als Zulieferer mit Fokus auf die Motorrad-Branche auf die Entwicklung, Herstellung und den Vertrieb von Federungskomponenten, Auspuffanlagen, Rahmen und Kühlsystemen spezialisiert.
- Das Management der WP hat uns eine Mehrjahresplanung für die Jahre 2015 bis 2020, bestehend aus einer konsolidierten Gewinn- und Verlustrechnung sowie Bilanz auf Basis IFRS, zur Verfügung gestellt. Wesentliche Planungsprämissen wurden uns vom Vorstand in einem Gespräch am Sitz der Gesellschaft sowie durch ergänzende Unterlagen und Auskünfte plausibel dargelegt.
- Die Mehrjahresplanung wurde von uns hinsichtlich rechnerischer Richtigkeit sowie der Konsistenz der Planungsprämissen mit der Entwicklung wesentlicher Bestands- und Erfolgskonten analysiert. Dazu fanden neben den uns verfügbaren externen Quellen auch die im Rahmen einer Vergangenheitsanalyse festgestellten Entwicklungslinien des Unternehmens Berücksichtigung.
- Der Aufsichtsrat der WP AG hat die Planungsrechnung des Budgetjahres 2015 am 27. November 2014 beschlossen und die Mittelfristplanung 2016 bis 2017 zur Kenntnis genommen. Die Planung der Jahre 2018 bis 2020 ist nicht Teil des wiederkehrenden Planungsprozesses und wurde nicht dem Aufsichtsrat vorgelegt. Diese interne Ergänzung der Mittelfristplanung dient der WP zur besseren Abbildung des Wachstumsprogramms.
- Die Finanzverbindlichkeiten iHv. MEUR 39,6 beinhalten insbesondere Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten (MEUR 35,9) sowie langfristige Personalrückstellungen (MEUR 3,6). Bei der Überleitung auf die Nettofinanzverbindlichkeiten wurden liquide Mittel iHv. MEUR 13,5 berücksichtigt.
- Als nicht-betriebsnotwendiges Vermögen der WP konnte die Beteiligung an der niederländischen WP BV identifiziert werden. Seit der Übersiedelung des operativen Betriebs im Jahr 2007 an den heutigen Standort der WP ist in der WP BV im Wesentlichen nur mehr eine in den Niederlanden gelegene nicht-betriebsnotwendige Liegenschaft enthalten. Die Beteiligung an der WP BV wird daher im Rahmen der Bewertung mit ihrem Buchwert werterhöhend berücksichtigt. Laut Auskunft des Managements entspricht der Buchwert dem Marktwert.
- Die davon abgesehen bestehenden Beteiligungen, die für die Zwecke der Planungsrechnung nicht vollkonsolidiert wurden, sind nach Auskunft des Managements von untergeordneter Bedeutung und liefern keine wesentlichen Ergebnisbeiträge. Aus diesem Grund wurden auch diese Beteiligungen im Rahmen der Bewertung mit ihren Buchwerten angesetzt.
- In Summe wurde somit nicht-betriebsnotwendiges Vermögen iHv. MEUR 2,8 bei der Bewertung berücksichtigt.
- Der periodenspezifisch ermittelte WACC der WP liegt in einer Bandbreite von 7,70% bis 8,06%.
- Die Wachstumsrate in der Ewigen Rente (TGR) wird mit 1,0% angenommen.
- Die in der Ewigen Rente vorherrschende Überrendite (RONIC>WACC) von 2,0 Prozentpunkten ist analog zu den diesbezüglichen Annahmen bei der KTM zu würdigen.

Umfangreiche Sensitivitätsanalysen zeigen den objektivierten Wert für 100% des Eigenkapitals der WP zum 31. Dezember 2014 in einer Bandbreite von MEUR 74,9 bis MEUR 86,7 und somit für den 90,00% Anteil der CROSS Gruppe in einer Bandbreite von MEUR 67,5 bis MEUR 78,0.

Sensitivitätsanalyse DCF-Wertbandbreite



Sensitivitätsanalysen

- Wir haben den ermittelten objektivierten Unternehmenswert hinsichtlich seiner Sensitivität auf Veränderungen der Werttreiber untersucht und dabei die Höhe des periodenspezifischen WACC sowie der EBITDA-Marge als wesentlichen Einflussgrößen identifiziert. Die nebenstehende Matrix verdeutlicht den Einfluss dieser beiden Parameter im Detail.
- Gemäß diesen Analysen errechnet sich der objektivierte Wert für 100% des Eigenkapitals der WP zum 31. Dezember 2014 – als Durchschnitt der jeweiligen Ober- und Untergrenzen – in einer Bandbreite von rd.

MEUR 74,9 bis MEUR 86,7

und daher für den von der CROSS Gruppe gehaltenen Anteil von 90,00% eine rechnerische Bandbreite von rd.

Sensitivitätsanalyse WACC-Ansatz (in MEUR)

EBITDA-Marge	Veränderung WACC				
	+100 bp	+50 bp	+/-0	-50 bp	-100 bp
-200 bp	60,0	66,8	74,6	83,5	93,9
-100 bp	62,6	69,6	77,5	86,7	97,4
+/-0	65,2	72,4	80,5	89,9	100,8
+100 bp	67,8	75,1	83,5	93,1	104,3
+200 bp	70,4	77,9	86,4	96,3	107,7

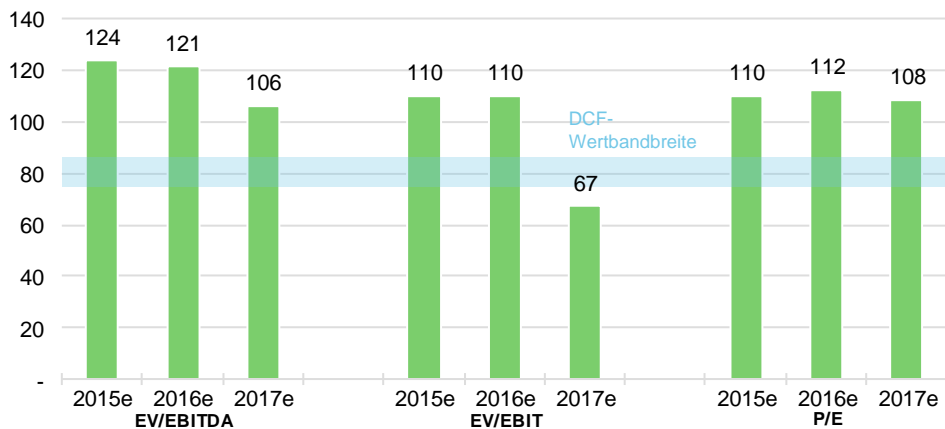
Ø MEUR 74,9

Ø MEUR 86,7

MEUR 67,5 bis MEUR 78,0.

Der mittels DCF-Verfahren ermittelte Unternehmenswert wurde anhand eines Multiplikatorverfahrens plausibilisiert.

SPCM-Wertbandbreite WP (100%)



Plausibilisierung der DCF-Ergebnisse

- Wir haben die mittels DCF-Verfahren ermittelte Ergebnisbandbreite anhand von kapitalmarktorientierten Multiplikatoren – Similar Public Company Method (SPCM) – plausibilisiert. Für die Bewertung mittels SPCM wurden EBITDA-, EBIT und P/E-Multiplikatoren herangezogen.
- Wir sind bei der Plausibilisierung des Bewertungsergebnisses durch das Multiplikatorverfahren von jenen Vergleichsunternehmen ausgegangen, die wir im Zuge der Ermittlung des Beta-Faktors ausgewählt haben. Für die Darstellung der rechnerischen Wertermittlung mittels Multiplikatoren verweisen wir auf den Anhang.
- Die mittels SPCM ermittelten Vergleichswerte liegen für 100% des Eigenkapitals der WP zum 31. Dezember 2014 in einer Bandbreite von rd.

MEUR 67 bis MEUR 124

- Die Ergebnisse der SPCM-Methode sind dahingehend zu würdigen, dass sich aufgrund der unterschiedlichen Datendichte und -qualität in den einzelnen Perioden eine große Streuung der Multiplikatoren und dementsprechend der mittels SPCM ermittelten Wertbandbreite ergibt. Der EBIT-Multiple 2017 basiert beispielsweise auf einer Einzelbeobachtung.
- Die DCF-Wertbandbreite liegt unterhalb der mittels Multiplikatorverfahren ermittelten Bandbreite.

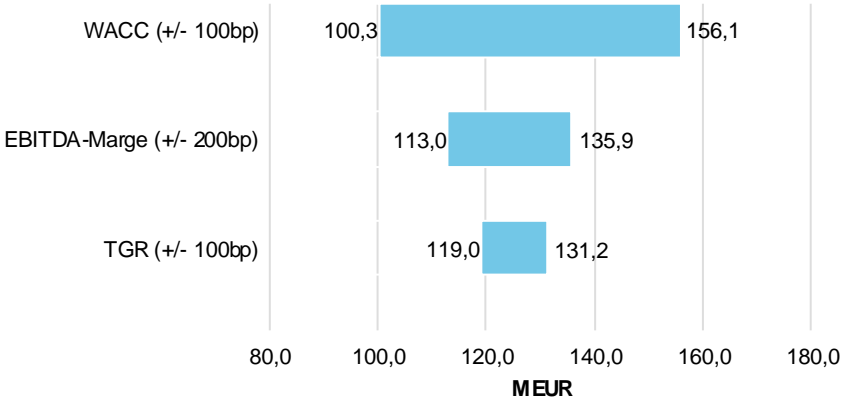
Nach eingehender Analyse finden die identifizierten Besonderheiten der Pankl eine jeweils entsprechende Würdigung in der Bewertung. Der periodenspezifische WACC liegt in einer Bandbreite von 7,93% bis 8,27%.

Bewertungsaspekte Pankl

- Die Pankl ist spezialisiert auf die Entwicklung, die Erzeugung und den Vertrieb von Motor- und Antriebssystemen sowie Fahrwerksteilen für die drei Segmente Rennsport, High-Performance Autos und Luftfahrtindustrie.
 - Uns wurde vom Management der Pankl eine Mehrjahresplanung für die Jahre 2015 bis 2019, bestehend aus einer konsolidierten Gewinn- und Verlustrechnung sowie einer Bilanz auf Basis IFRS, zur Verfügung gestellt. Wesentliche Planungsprämissen wurden uns vom Vorstand in einem Gespräch am Sitz der Gesellschaft sowie durch ergänzende Unterlagen und Auskünfte plausibel dargelegt.
 - Die Mehrjahresplanung wurde von uns hinsichtlich rechnerischer Richtigkeit sowie der Konsistenz der Planungsprämissen mit der Entwicklung wesentlicher Bestands- und Erfolgskonten analysiert. Dazu fanden neben den uns verfügbaren externen Quellen auch die im Rahmen einer Vergangenheitsanalyse festgestellten Entwicklungslinien des Unternehmens Berücksichtigung.
 - Im Rahmen des jährlichen Planungsprozesses hat der Aufsichtsrat der Pankl am 5. Dezember 2014 das Budget 2015 genehmigt sowie die Mittelfristplanung für 2016 bis 2017 zur Kenntnis genommen. Die von der Pankl vorgenommene Ergänzung der Mittelfristplanung dient der Abbildung des Wachstumskurses.
 - Das im Jahr 2006 von der Pankl begebene Darlehen für die Errichtung einer Produktionshalle in Amerika soll grundsätzlich Ende 2016 getilgt werden. In der Planbilanz ist diese zinstragende Forderung jedoch vereinfachend auch in den Jahren 2017 bis 2019 mit einem konstanten Betrag von MEUR 1,7 ausgewiesen, da eine Verlängerung der Laufzeit laut Auskunft des Managements ebenso denkbar wäre. Mangels bereits verhandelter Konditionen für eine Verlängerung der Laufzeit über das Jahr 2016 hinaus wurde für Bewertungszwecke angenommen, dass die Forderung im Jahr 2017 in voller Höhe vereinnahmt wird. Dieser Zufluss ist in der Ableitung der FCF in 2017 werterhöhend enthalten.
 - Der Verbrauch von allfälligen steuerlich verwertbaren Verlustvorträgen wird in der Planbilanz über die Veränderung der latenten Steuern abgebildet.
 - Die Finanzverbindlichkeiten von MEUR 84,8 beinhalten insbesondere Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten (MEUR 68,9) sowie begebene Anleihen (MEUR 9,9). Bei der Überleitung auf die Nettofinanzverbindlichkeiten wurden liquide Mittel iHv. MEUR 12,1 berücksichtigt.
- Der periodenspezifisch ermittelte WACC der Pankl liegt in einer Bandbreite von 7,93% bis 8,27%.
 - Die Wachstumsrate in der Ewigen Rente (TGR) wird mit 1,0% angenommen.
 - Die in der Ewigen Rente vorherrschende Überrendite (ROIC>WACC) von 2,1 Prozentpunkten ist insbesondere vor dem Hintergrund der technologischen Marktführerschaft zu würdigen.

Umfangreiche Sensitivitätsanalysen zeigen den objektivierten Wert für 100% des Eigenkapitals der Pankl zum 31. Dezember 2014 in einer Bandbreite von MEUR 115,1 bis MEUR 134,6 und somit für den 51,13% Anteil der CROSS Gruppe in einer Bandbreite von MEUR 58,9 bis MEUR 68,8.

Sensitivitätsanalyse: DCF-Wertbandbreite Pankl (100%)



Sensitivitätsanalysen

- Wir haben den ermittelten objektivierten Unternehmenswert hinsichtlich seiner Sensitivität auf Veränderungen der Werttreiber untersucht und dabei die Höhe des periodenspezifischen WACC sowie der EBITDA-Marge als wesentlichen Einflussgrößen identifiziert. Die nebenstehende Matrix verdeutlicht den Einfluss dieser beiden Parameter im Detail.
- Gemäß diesen Analysen errechnet sich der objektivierte Wert für 100% des Eigenkapitals der Pankl – als Durchschnitt der jeweiligen Ober- und Untergrenzen – in einer Bandbreite von rd.

MEUR 115,1 bis MEUR 134,6

und daher für den von der CROSS Gruppe gehaltenen Anteil von 51,13% eine rechnerische Bandbreite von rd.

Sensitivitätsanalyse WACC-Ansatz (in MEUR)

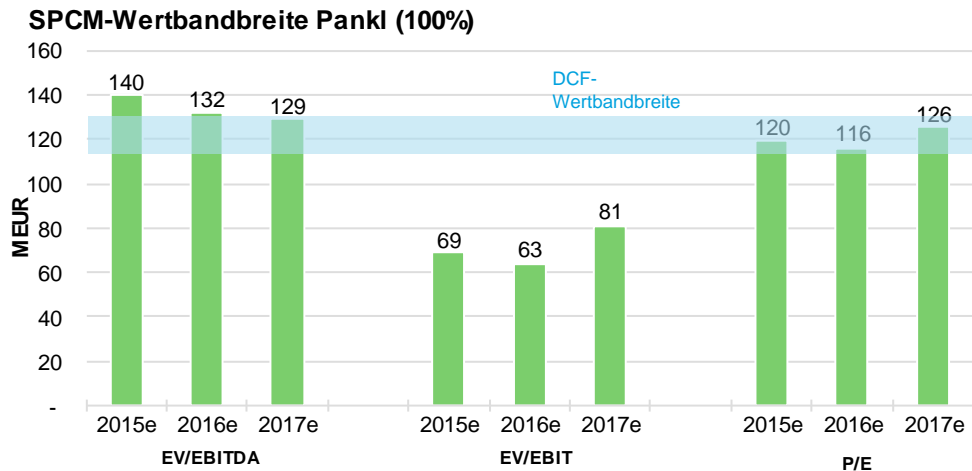
EBITDA-Marge	Veränderung WACC				
	+100 bp	+50 bp	+/-0	-50 bp	-100 bp
-200 bp	90,2	100,9	113,0	126,8	142,8
-100 bp	95,2	106,2	118,7	133,0	149,5
+/-0	100,3	111,6	124,4	139,1	156,1
+100 bp	105,3	116,9	130,1	145,3	162,8
+200 bp	110,3	122,3	135,9	151,5	169,5

Ø MEUR 115,1

Ø MEUR 134,6

MEUR 58,9 bis MEUR 68,8.

Der mittels DCF-Verfahren ermittelte Unternehmenswert wurde anhand eines Multiplikatorverfahrens plausibilisiert.



Plausibilisierung der DCF-Ergebnisse

- In Anbetracht der geringen Liquidität der Aktie der Pankl ist die Börsenkaptalisierung der Pankl zum Bewertungsstichtag zur Plausibilisierung der mittels DCF-Verfahren errechneten Ergebnisbandbreiten nur sehr eingeschränkt verwendbar. Die Börsenkaptalisierung der Pankl zum 31. Dezember 2014 beträgt MEUR 85,4.
- Wir haben daher die mittels DCF-Verfahren ermittelte Ergebnisbandbreite anhand von kapitalmarktorientierten Multiplikatoren – Similar Public Company Method (SPCM) – plausibilisiert. Für die Bewertung mittels SPCM wurden EBITDA-, EBIT und P/E-Multiplikatoren herangezogen.
- Wir sind bei der Plausibilisierung des Bewertungsergebnisses durch das Multiplikatorverfahren von jenen Vergleichsunternehmen ausgegangen, die wir im Zuge der Ermittlung des Beta-Faktors selektiert haben. Für die Darstellung der rechnerischen Wertermittlung mittels Multiplikatoren verweisen wir auf den Anhang.
- Die mittels SPCM ermittelten Vergleichswerte liegen für 100% des Eigenkapitals der Pankl Gruppe in einer Bandbreite von rd.

MEUR 63 bis MEUR 140

bzw. in einer Bandbreite von rd. **MEUR 116 bis MEUR 140** exklusive den Ergebnissen der EBIT-Multiplikatoren.

- Die Ergebnisse des Multiplikatorverfahrens deuten darauf hin, dass die Pankl im Vergleich zur Peer Group einerseits sachenlagenintensiver operiert und aufgrund der damit verbundenen höheren Abschreibungen ein niedrigeres EBIT erwirtschaftet. Andererseits fällt die Zins- und Steuerbelastung der Pankl niedriger als der Durchschnitt der Peer Group aus, weshalb die Ergebnisse der P/E-Multiplikatoren wieder annähernd auf dem Niveau der EBITDA-Multiplikatoren liegen.
- Im Wesentlichen unterstützen die Ergebnisse des Multiplikatorverfahrens die mittels DCF-Verfahren ermittelte Bandbreite.

Auf Basis der im Oktober 2014 abgeschlossenen Transaktion sowie der bestehenden Optionsvereinbarung ergibt sich der objektivierte Wert für 100% des Eigenkapitals der Wethje in einer Höhe von MEUR 16,0 und somit für den 49,0% Anteil der CIAG von MEUR 7,8.

Bewertungsaspekte und -ergebnisse Wethje

- Die Wethje ist auf die Entwicklung, Konstruktion und Fertigung von Leichtbauteilen aus Carbon für den automobilen Bereich spezialisiert.
- Für die Wethje wurde uns keine Planungsrechnung zur Verfügung gestellt. Im Rahmen der Bewertung sind daher vor allem die zeitlich nahe gelegene Transaktion und die getroffenen Vereinbarungen zu einer möglichen weiteren Transaktion zu würdigen.
- Im Zuge der Transaktion wurden im Oktober 2014 51,0% am Eigenkapital der Wethje an die MRC Europe GmbH, eine Tochtergesellschaft der in Japan ansässigen Mitsubishi Rayon Co. Ltd, veräußert. Der Gesamtkaufpreis für 51,0% am Eigenkapital der Wethje betrug MEUR 8,2. Der diesem Kaufpreis implizite Wert für 100,0% am Eigenkapital der Wethje beträgt MEUR 16,0.
- Zusätzlich zu dieser Transaktion wurde in einem separaten Vertrag zwischen den neuen Gesellschaftern und der CIAG eine Call-Option zugunsten der MRC Europe GmbH und eine Put-Option zugunsten der CIAG auf weitere 23,0% der Anteile am Eigenkapital der Wethje vereinbart. Der Ausübungspreis wurde für beide Optionen iHv. MEUR 3,7 festgelegt. Die Optionen können in einem Zeitraum von sechs Monaten, drei bzw. je nach weiterer Vereinbarung auch fünf Jahren, nach Closing-Datum der jüngst stattgefundenen Transaktion, ausgeübt werden. Der dem Ausübungspreis inhärente Wert für 100,0% am Eigenkapital der Wethje liegt bei MEUR 16,0. Dem Options-Ausübungspreis liegt somit derselbe Wert zugrunde, wie dem Kaufpreis der zuvor dargestellten Transaktion über 51,0% der Anteile.
- Auf Basis der im Oktober 2014 abgeschlossenen Transaktion sowie der aufrechten Options-Vereinbarung ergibt sich der objektivierte Wert für 100% des Eigenkapitals der Wethje in einer Höhe von rd.

MEUR 16,0.

und daher für den von der CIAG gehaltenen Anteil von 49,0% ein rechnerischer Wert von rd. MEUR 7,8.

- Von einem Minderheitenabschlag wurde auf Basis des Options-Ausübungspreises, der sich ebenfalls auf einen Minderheitenanteil bezieht, abgesehen.

Auf Basis der erwarteten Transaktion und dem aktuellen Verhandlungsstand ergibt sich der objektivierte Wert für 100% des Eigenkapitals der Durmont in einer Höhe von MEUR 6,0.

Bewertungsaspekte und -ergebnisse Durmont

- Die Durmont befasst sich im Wesentlichen mit der Entwicklung, Produktion und dem Vertrieb von Teppichprodukten für die Automobilindustrie.
- Vor dem Hintergrund von Bewertungsanlass und -zweck sowie der Wesentlichkeit innerhalb der CROSS Gruppe halten wir es für angemessen, den Wert der Durmont ausschließlich auf Basis der geplanten Transaktion zu schätzen.
- Die Durmont verfügt über keine Tochtergesellschaften und steht zu 100% im Eigentum der CIAG. Letztere plant zumindest 76% an der Durmont zeitnah an ein in den Vereinigten Staaten von Amerika ansässiges Unternehmen, das im Automobilzulieferbereich aktiv ist, zu veräußern.
- Das zwischen den Parteien bereits vereinbarte Term Sheet zur Transaktion sieht zum Verkauf des 76%-Anteils auch ein Call-Optionsrecht der Käuferin und ein Put-Optionsrecht der CIAG auf die bei der CIAG verbleibenden Anteile vor. Das Term Sheet ist nicht bindend, jedoch werden die Verhandlungen exklusiv nur mit dieser potentiellen Käuferin geführt.
- Der Kaufpreis für die Anteile am Eigenkapital der Durmont soll auf der Grundlage einer Bewertung von MEUR 6,0 für 100% der Anteile am Eigenkapital ermittelt werden. Die vorliegende Bewertung basiert auf diesem Verhandlungsstand.
- Auf Basis des Term Sheets zur Transaktion sowie den laufenden Verhandlungen ergibt sich der objektivierte Wert für 100% des Eigenkapitals der Durmont in einer Höhe von rd.

MEUR 6,0

und daher für den von der CIAG gehaltenen Anteil von 100,0% ebenfalls einen Wert von rd. MEUR 6,0.

Der Wert der operativ nicht tätigen PF GmbH resultiert ausschließlich aus einem vom Management der CROSS Gruppe im Jahr 2015 erwarteten Zufluss iHv. MEUR 15,0 in Zusammenhang mit einem laufenden Rechtsstreit.

Bewertungsaspekte und -ergebnisse PF GmbH

- Im Jahr 2011 haben die PF GmbH und die UIAG 80% der Anteile an der Peguform GmbH (Deutschland) sowie der Peguform Iberica (Spanien) an Gruppenmitglieder der SMP Group verkauft. In den Jahren 2012 und 2014 haben die PF GmbH und die UIAG die restlichen 20% der Unternehmensanteile an der Peguform GmbH und der Peguform Iberica an die SMP Gruppe verkauft.
- Am 29. August 2013 hat die SMP Group ein Verfahren beim International Court of Arbitration in Paris eingereicht und fordert, basierend auf angeblichen Verletzungen von im Kaufvertrag festgehaltenen Garantien, von der PF GmbH einen Schadenersatz von rd. MEUR 19,8.
- Bis zur Entscheidung im Rechtsstreit verbleibt die letzte noch ausständige Kaufpreistranche der SMP Gruppe auf einem Treuhandkonto. Das Management bewertet den erwarteten Zufluss aus diesem Sachverhalt in einer Bandbreite von MEUR 15 bis MEUR 19. Für Bewertungszwecke wurde der konservative Ansatz iHv. MEUR 15 gewählt.
- Hieraus ergibt sich der objektivierte Wert für 100% des Eigenkapitals der PF GmbH, in einer Höhe von rd.

MEUR 15,0.

Der Wert der CIAG (exklusive Beteiligungen) ist im Wesentlichen durch die Nettofinanzverbindlichkeiten geprägt, die für Bewertungszwecke auch den Perpetual Bond iHv. MEUR 60,0 beinhalten. Der objektivierte Wert für 100% des Eigenkapitals der CIAG liegt in einer Höhe von MEUR -174,9.

Wachstums- rate	WACC				
	4,0%	6,0%	8,0%	10,0%	12,0%
-	(174,8)	(174,8)	(174,9)	(174,9)	(175,0)
0,5%	(174,8)	(174,8)	(174,9)	(174,9)	(175,0)
1,0%	(174,8)	(174,8)	(174,9)	(174,9)	(175,0)
1,5%	(174,8)	(174,8)	(174,9)	(174,9)	(175,0)
2,0%	(174,8)	(174,8)	(174,9)	(174,9)	(175,0)

Bewertungsaspekte und -ergebnisse CIAG

- Die CIAG erbringt ausschließlich Holdingleistungen für die Konzerngesellschaften KTM, Pankl, WP, Pierer Industrie AG sowie konzernnahe Gesellschaften.
- Für die CIAG wurde uns eine Planungsrechnung für die Jahre 2015 bis 2019 zur Verfügung gestellt. Im Jahr 2015 sind einmalige Umsatzerlöse für eine vertraglich fixierte Beratungsleistung in Höhe von MEUR 8,2 enthalten. Ab 2018 wird davon ausgegangen, dass sämtliche in der CIAG anfallenden Kosten zur Gänze an die betreuten Gesellschaften weiterverrechnet werden können. Aufgrund des ausgeglichenen Ergebnisses der CIAG ab 2018 ist der Wertbeitrag der FCF verhältnismäßig gering. Neben dem Einmalertrag in 2015 waren noch der Zufluss der Forderung aus dem Verkauf eines 10%-Anteils an der WP sowie aus einer Finanzierung der Wethje zu berücksichtigen.
- Der in der Bewertung der WP wertmindernd berücksichtigte Anteil der Minderheiten wird direkt von der CIAG gehalten und ist dieser daher im Rahmen einer sum-of-the-parts Betrachtung werterhöhend zuzuzählen.
- Im Jahr 2015 sollen die konzerninternen Verbindlichkeiten gegenüber der Pierer Industrie AG in Höhe von rd. MEUR 38,2 teilweise zurückgezahlt werden bzw. geht diese durch den Zusammenfall von Gläubiger und Schuldner auf Ebene des Eigentümers teilweise unter. In Summe belaufen sich die Nettofinanzverbindlichkeiten der CIAG zum Bewertungsstichtag auf MEUR 185,2. Darin ist der Perpetual Bond iHv. MEUR 60,0 enthalten. Der Wert der CIAG ist durch die Nettofinanzverbindlichkeiten geprägt.
- Der WACC der CIAG wird für alle Perioden einheitlich mit 8,0% geschätzt und liegt damit innerhalb einer Bandbreite der wesentlichen Beteiligungen. Die Wachstumsrate in der Ewigen Rente (TGR) wird mit 1,0% angenommen.
- Aus den zuvor genannten Gründen haben die Annahmen über die Höhe der WACC sowie der Wachstumsrate nahezu keinen Einfluss auf das Bewertungsergebnis.
- Hieraus ergibt sich der objektivierte Wert für 100% des Eigenkapitals der CIAG, exklusive dem Wert der von ihr gehaltenen Beteiligungen, in einer Höhe von rd.

MEUR -174,9.

Appendix

Makroökonomisches Umfeld
Planungsanalyse
Abkürzungsverzeichnis
Allgemeine Geschäftsbedingungen

Nr.

1
2
3
4

Appendix

Makroökonomisches Umfeld

Planungsanalyse

Abkürzungsverzeichnis

Allgemeine Geschäftsbedingungen

Nr.

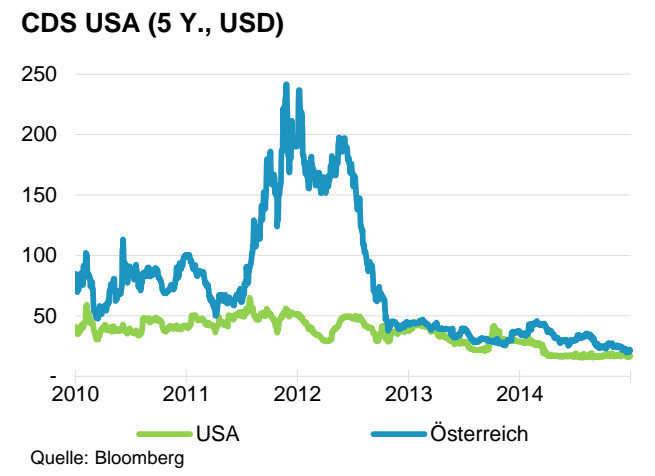
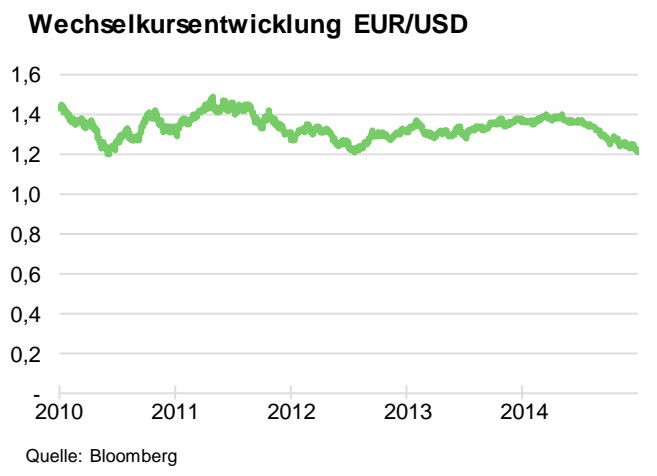
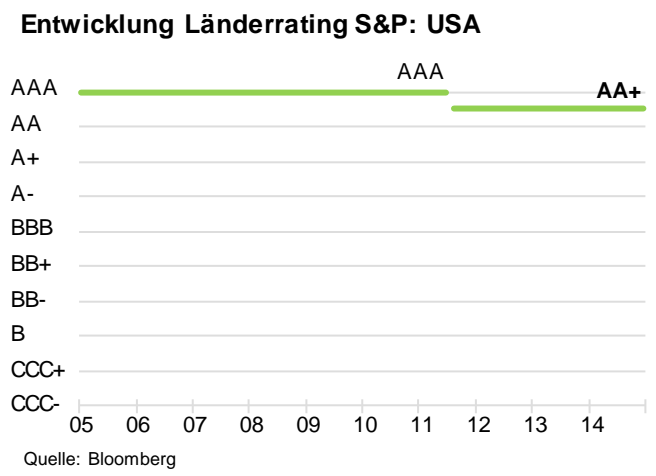
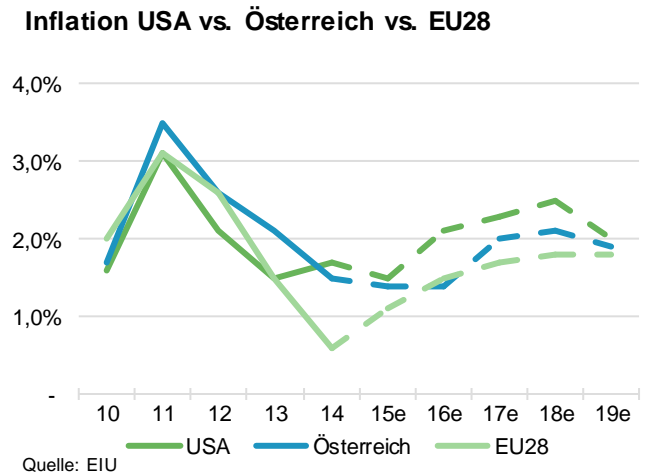
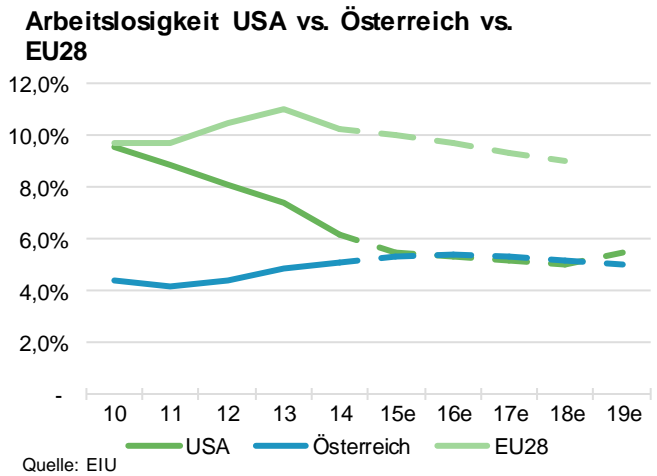
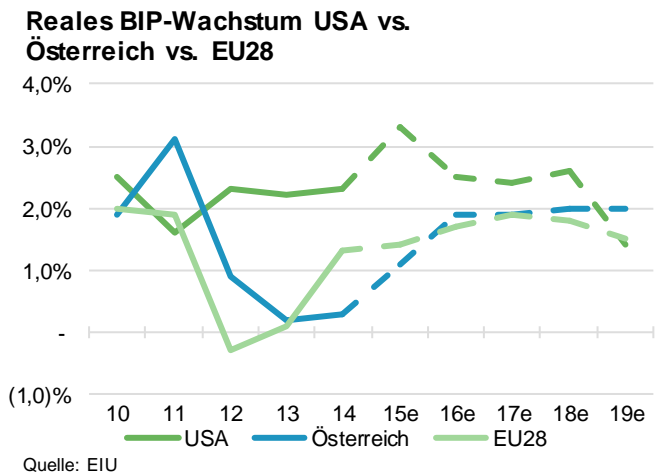
1

2

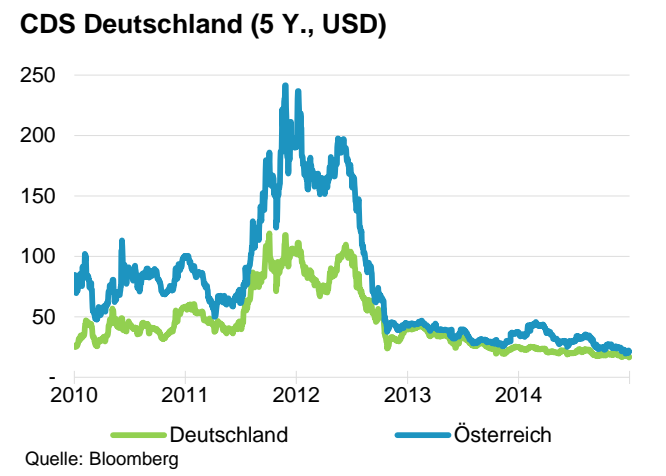
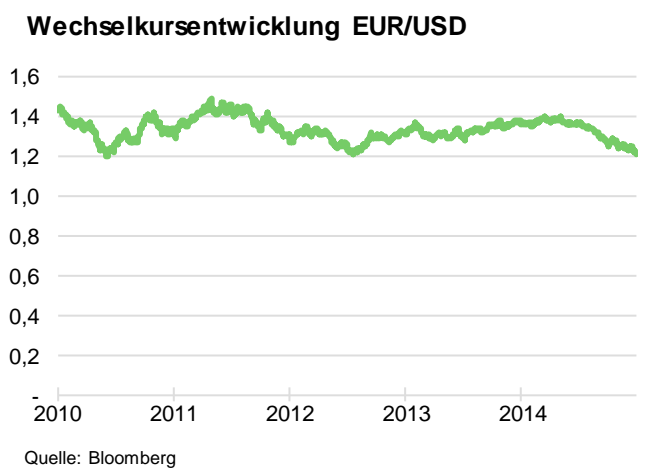
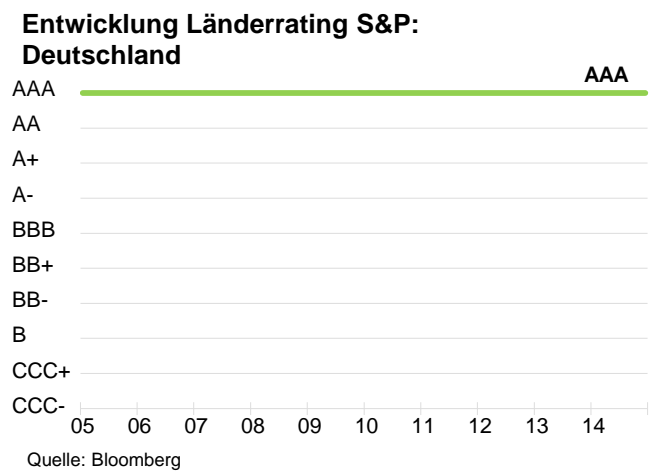
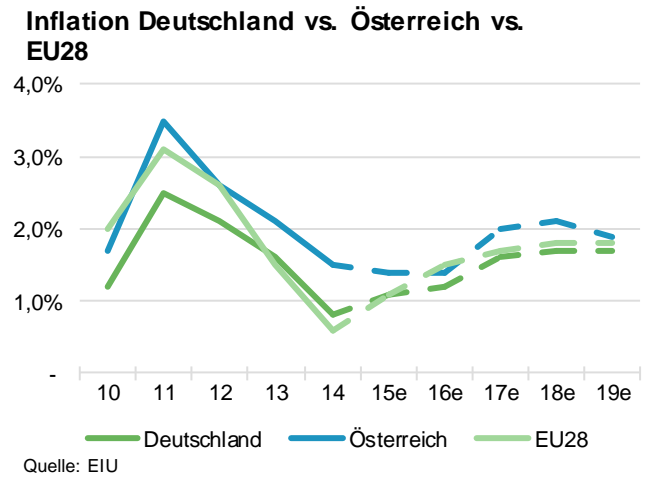
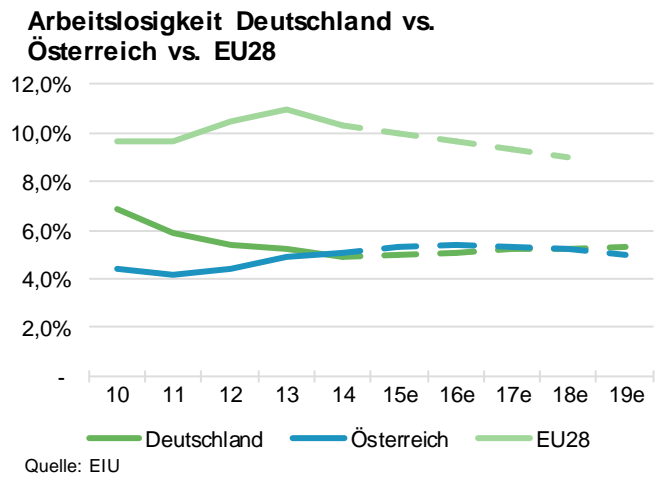
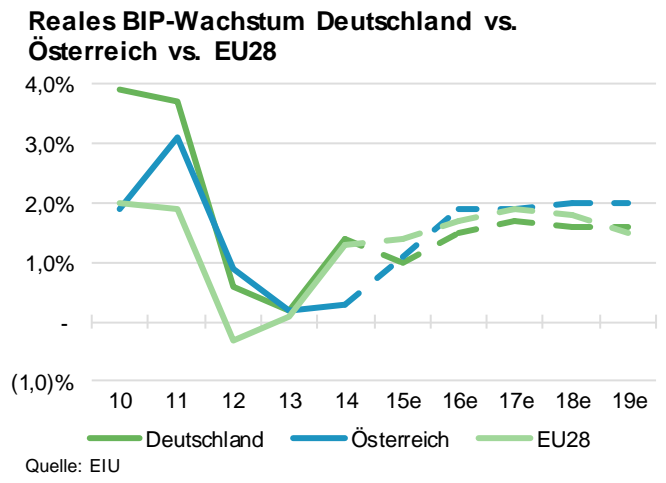
3

4

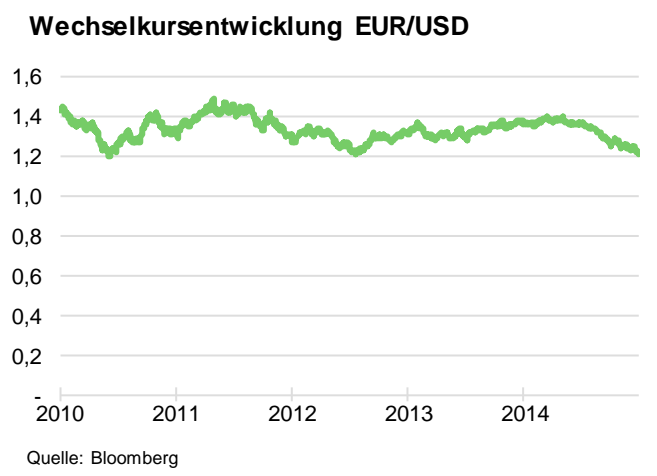
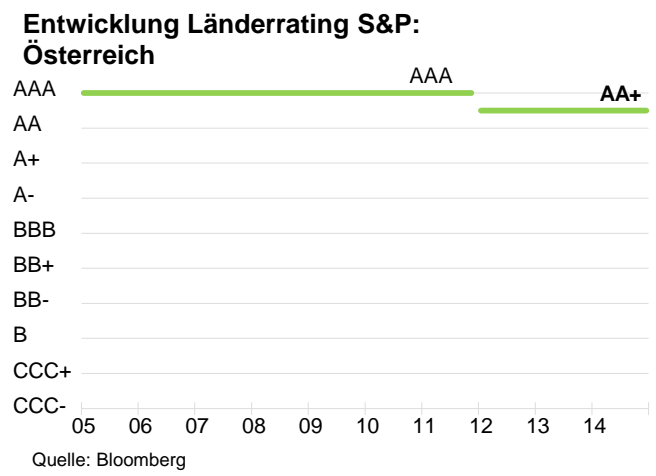
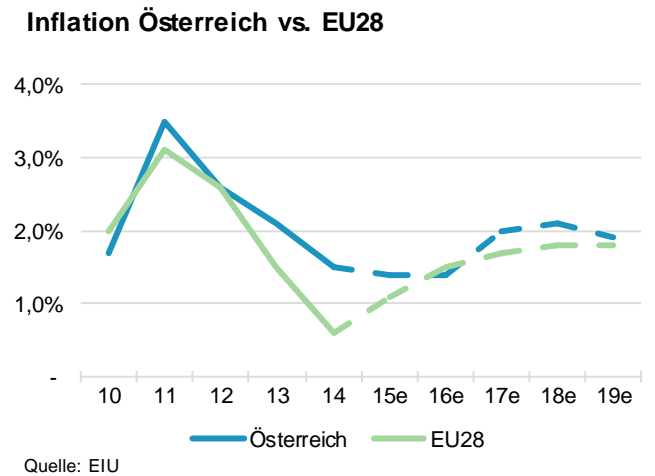
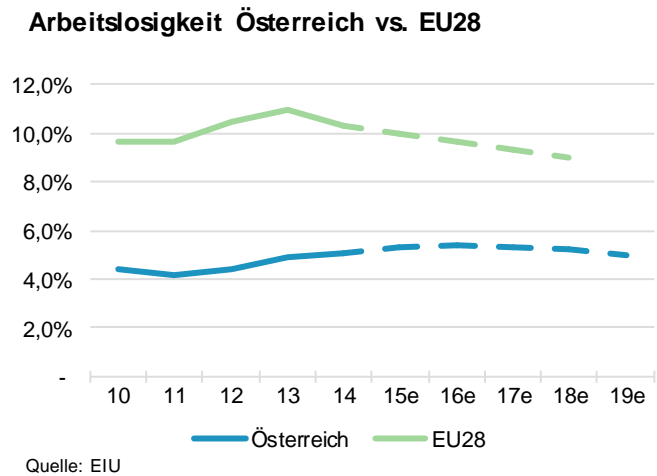
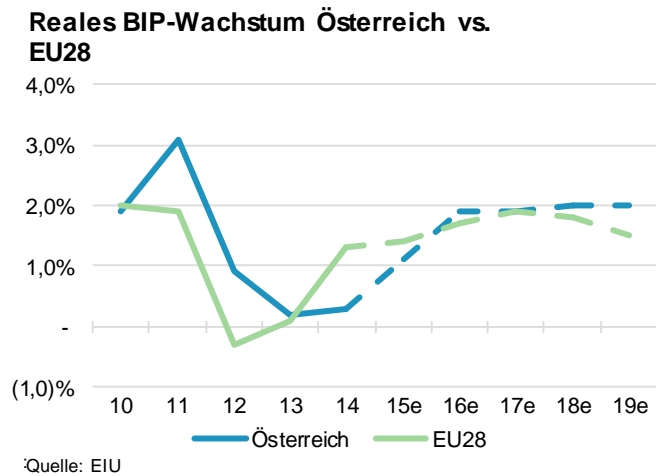
In den USA liegt das reale BIP-Wachstum zunächst deutlich über jenem Österreichs und dem EU-Durchschnitt, bevor es ab 2016 zu einer Annäherung kommen soll. Die Inflationserwartung liegt deutlich über dem EU-Durchschnitt, soll sich jedoch bis 2019 an das europäische Niveau angleichen.



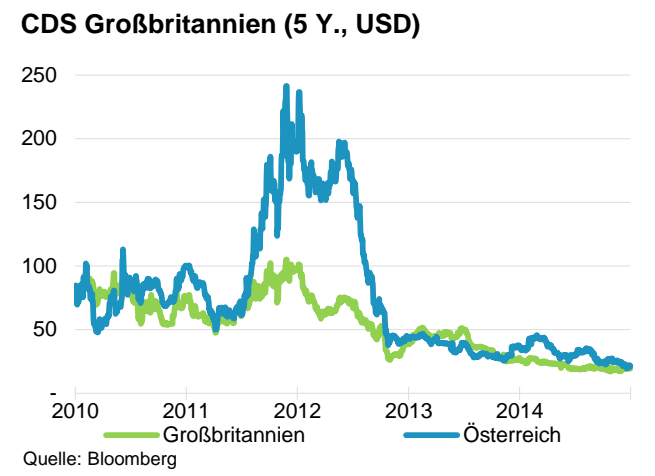
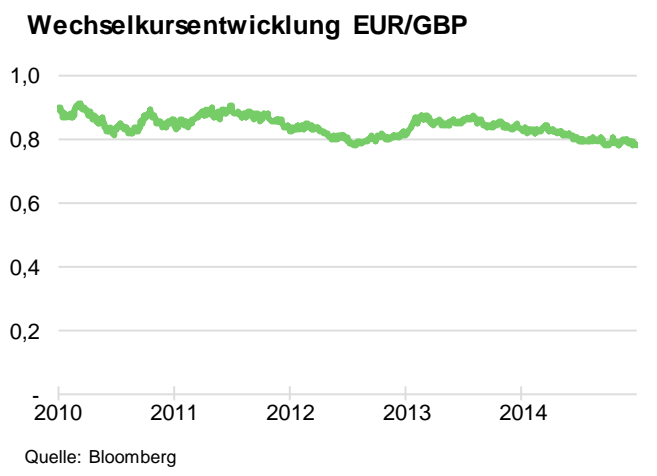
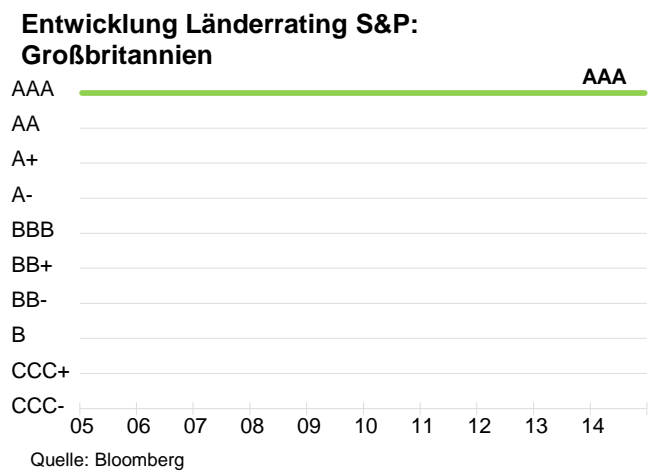
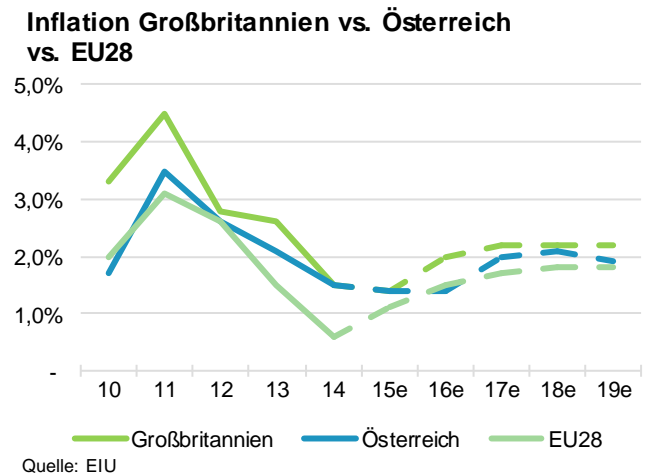
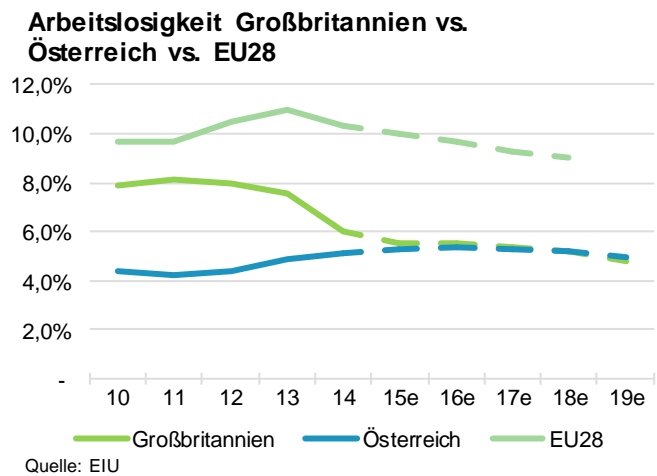
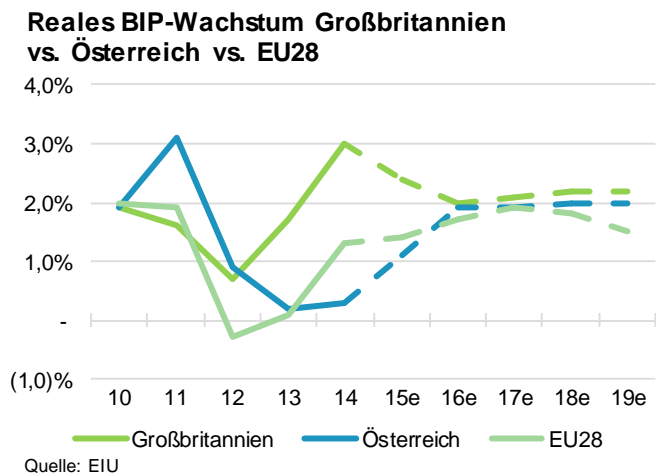
Deutschland verfügt über ein stabiles makroökonomisches Umfeld; das erwartete reale BIP-Wachstum liegt ebenso wie die Inflationserwartung leicht unter dem EU-Durchschnitt. Die Arbeitslosigkeit hat sich dem österreichischen Niveau angeglichen und liegt deutlich unter dem europäischen Durchschnittsniveau.



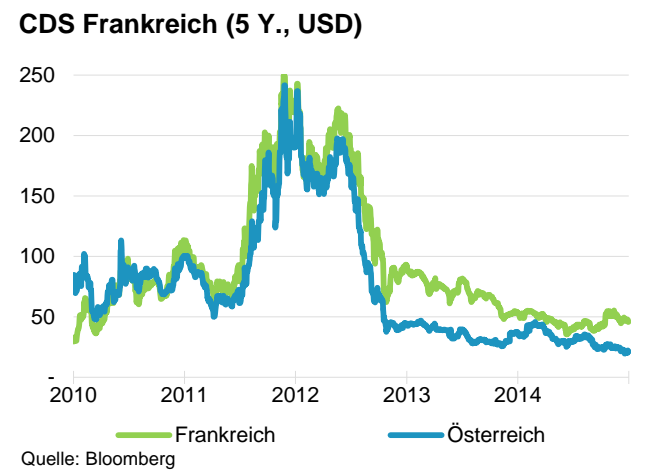
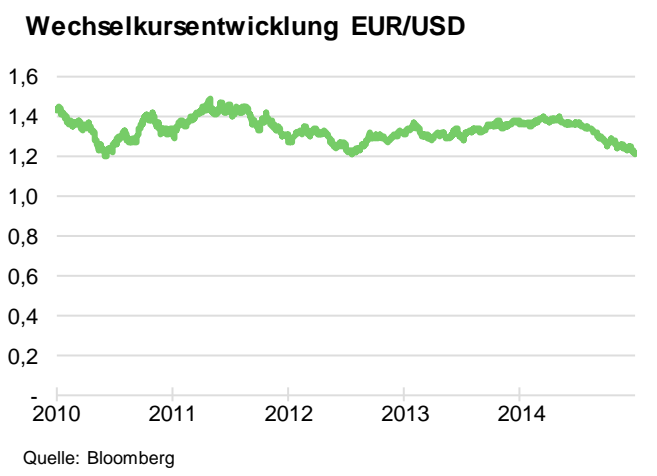
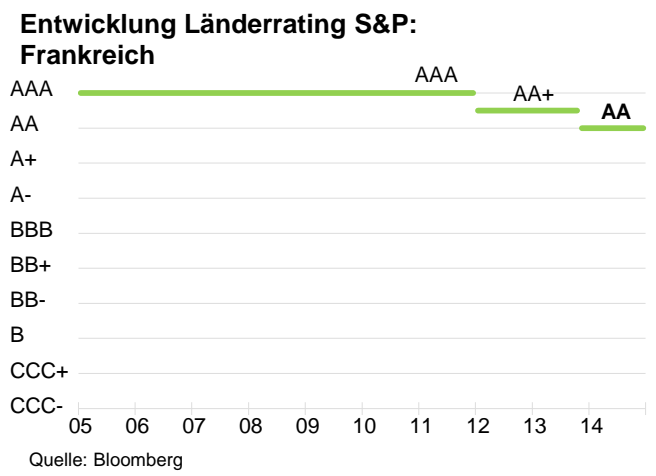
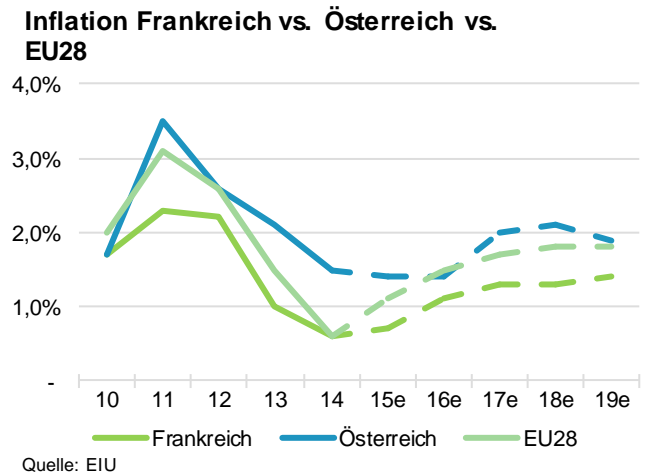
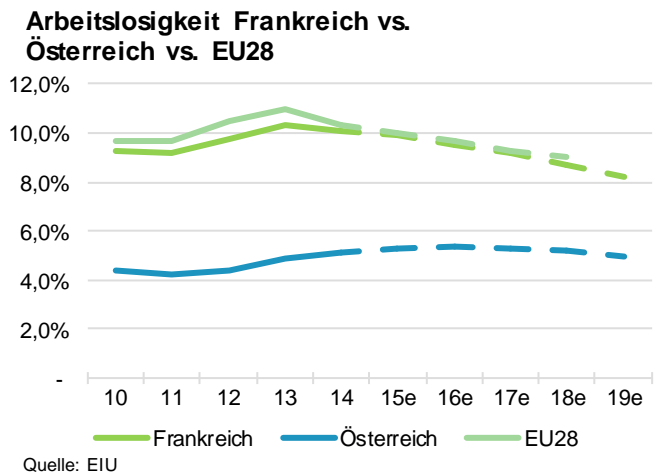
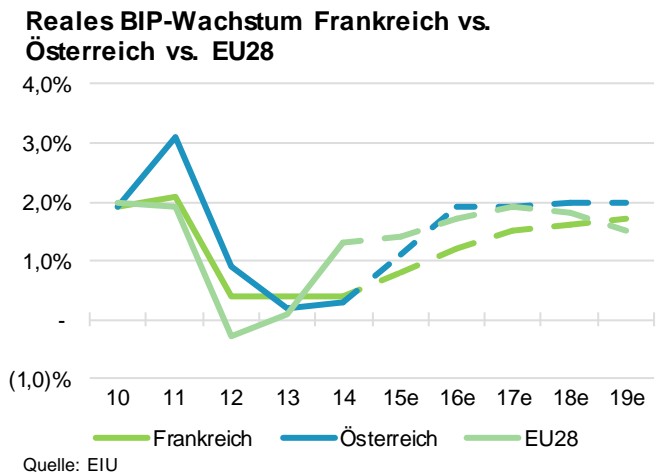
In Österreich soll das reale BIP-Wachstum ab 2016 wieder über dem EU-Durchschnitt liegen und weist im Unterschied zum europäischen Wirtschaftsmarkt einen langfristig positiven Trend auf. Die Inflations-erwartung wird relativ stabil und oberhalb des europäischen Durchschnitts erwartet. Anfang 2012 kam es zu einem Rating-Downgrade auf AA+.



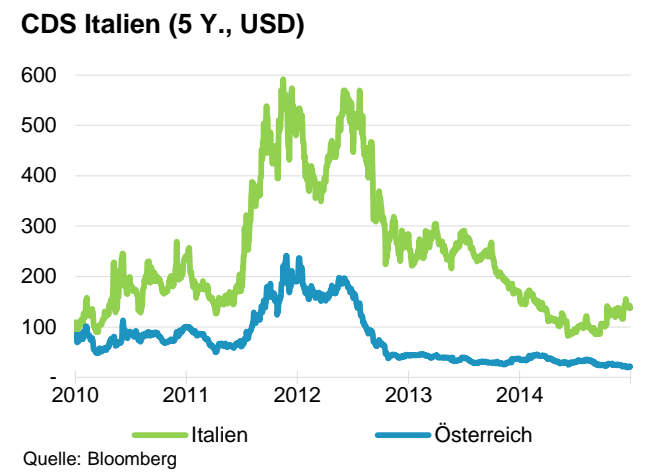
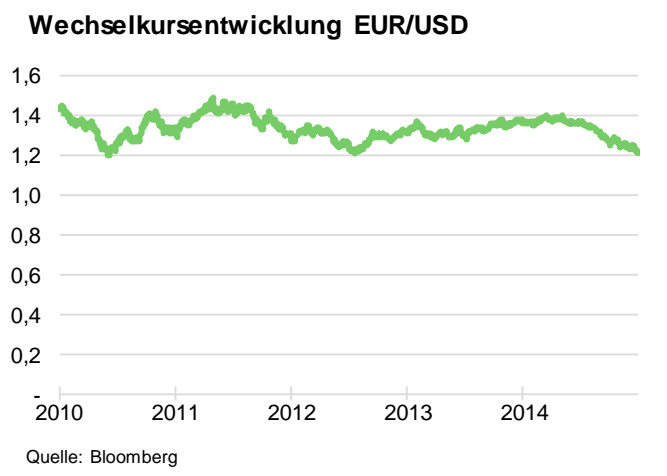
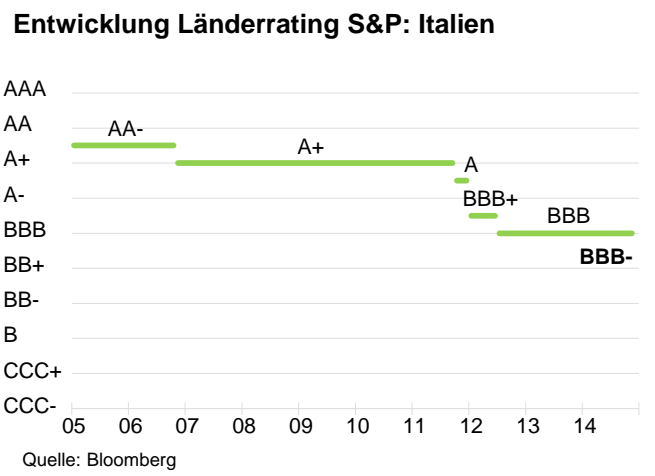
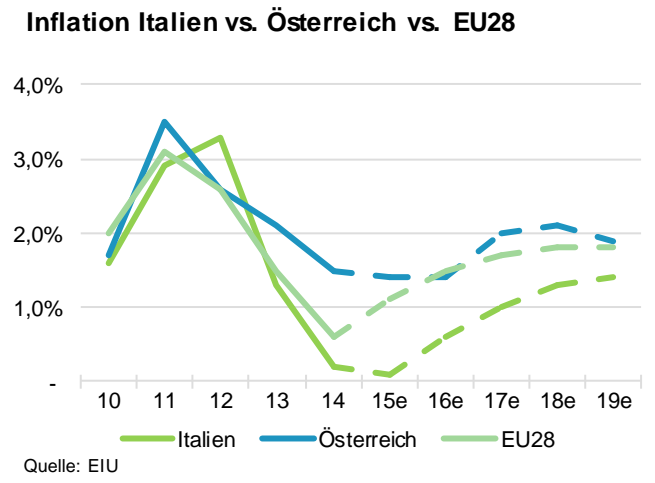
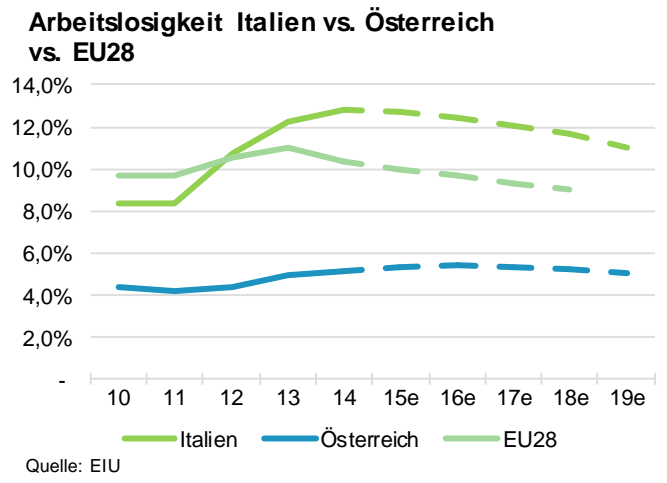
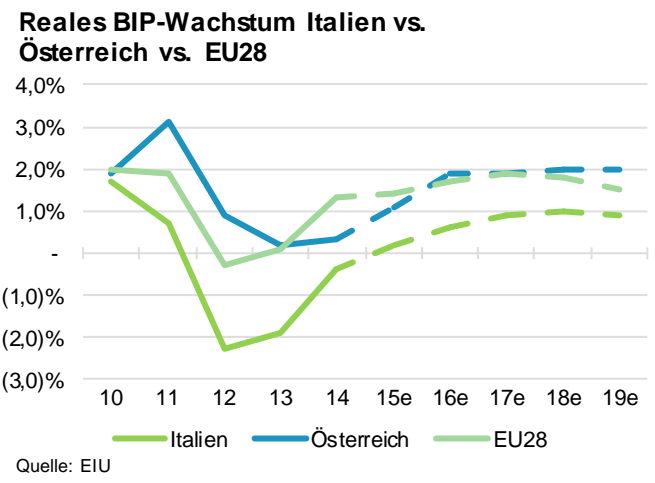
In Großbritannien kommt es nach einer kurzfristigen Erhöhung des realen BIP-Wachstums wieder zu einer Annäherung an das österreichische Niveau. Die Inflationserwartung liegt ebenfalls über dem EU-Durchschnitt.



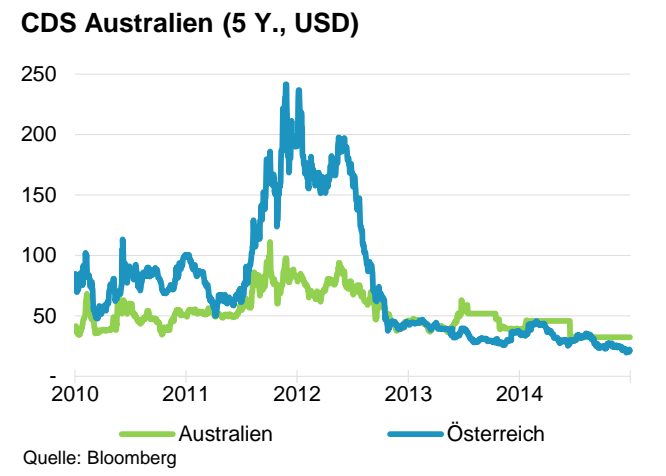
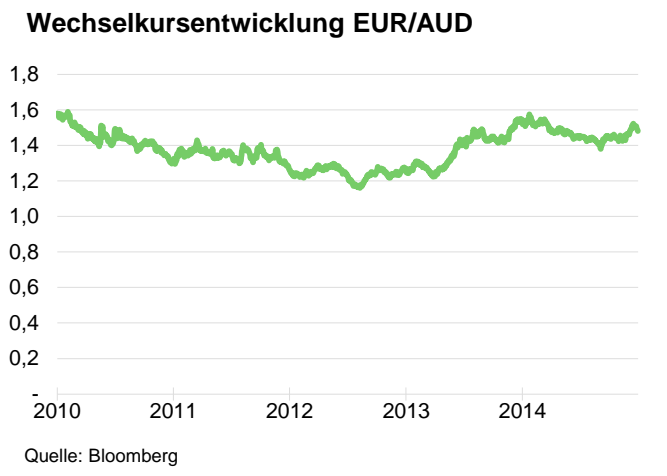
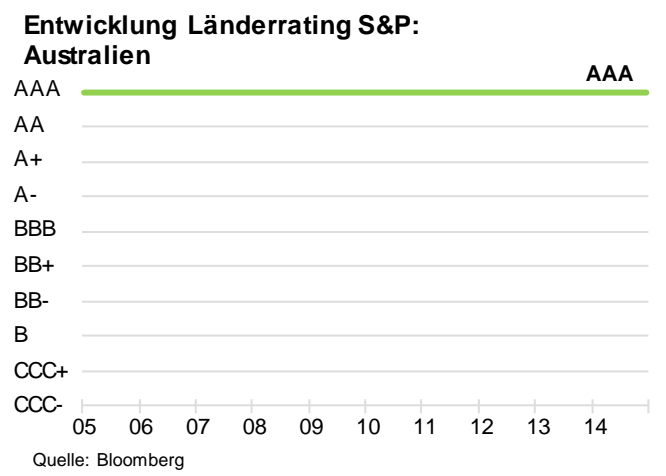
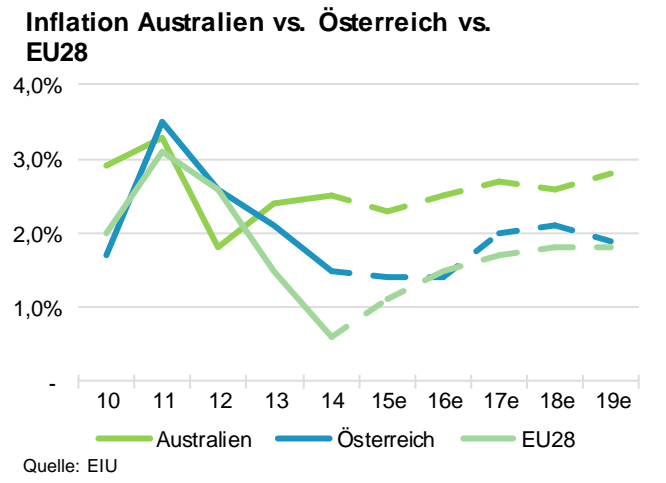
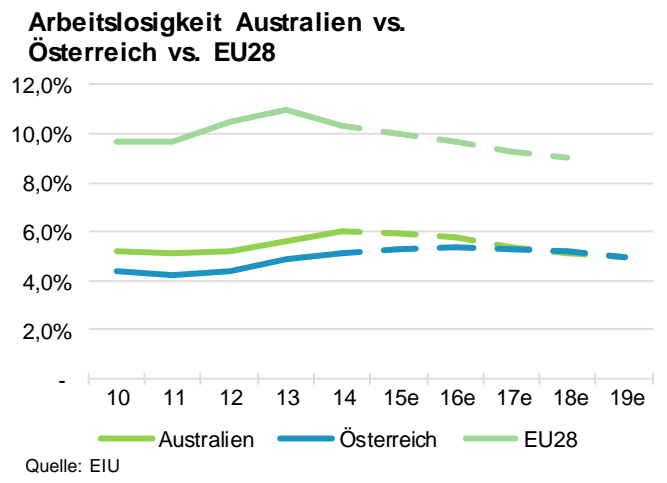
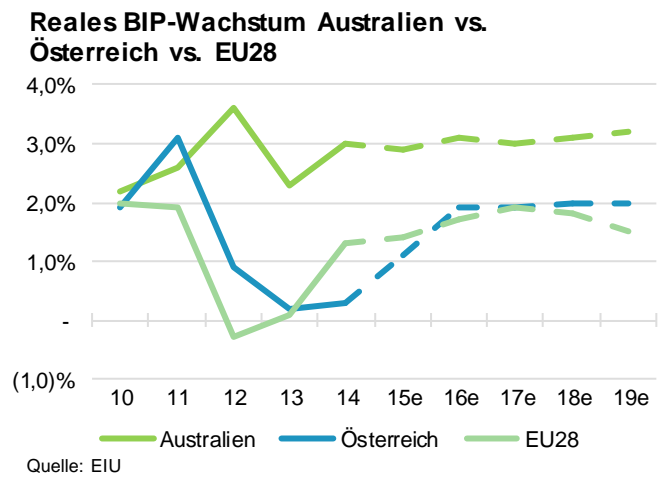
Während erwartet wird, dass sich das reale BIP-Wachstum Frankreichs über die nächsten Jahre dem Niveau Österreichs annähert, setzt sich die vergleichsweise hohe Arbeitslosigkeit sowie die niedrigere Inflation fort. Die vergangenen Ratingherabstufungen sowie der höhere CDS-Spread weisen dennoch auf ein erhöhtes Länderrisiko hin.



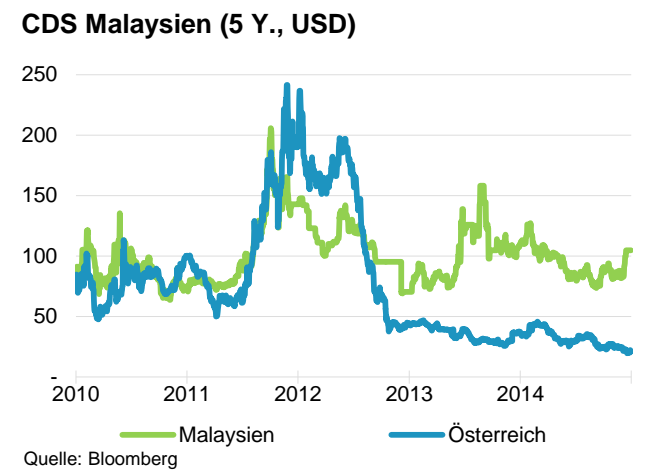
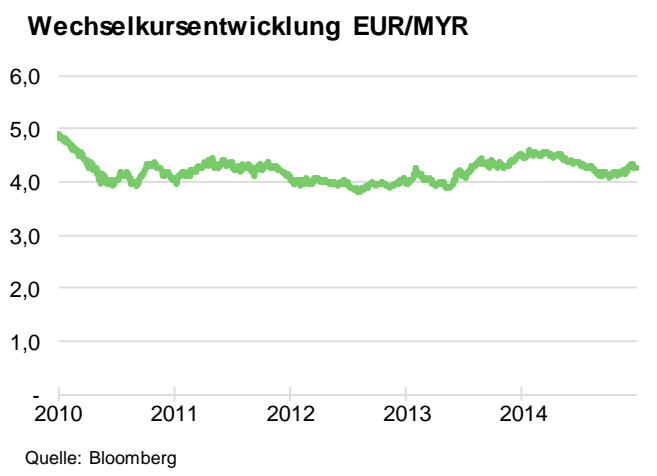
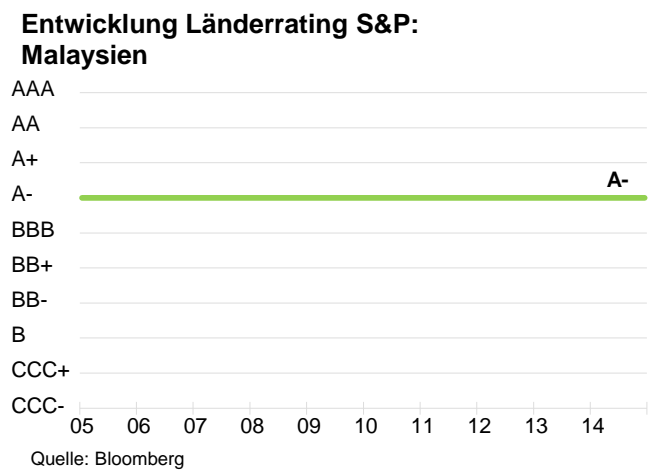
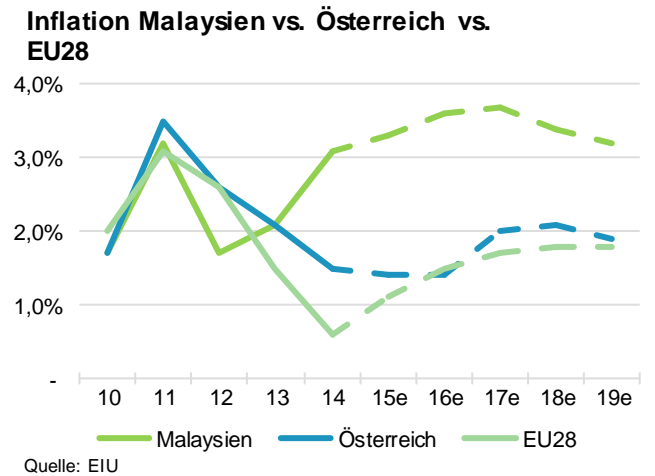
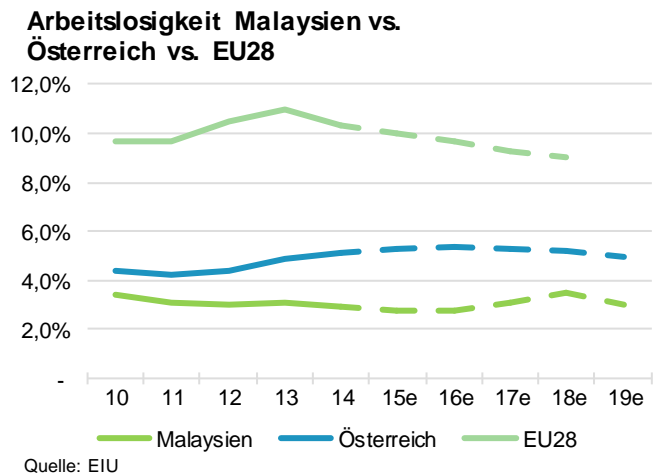
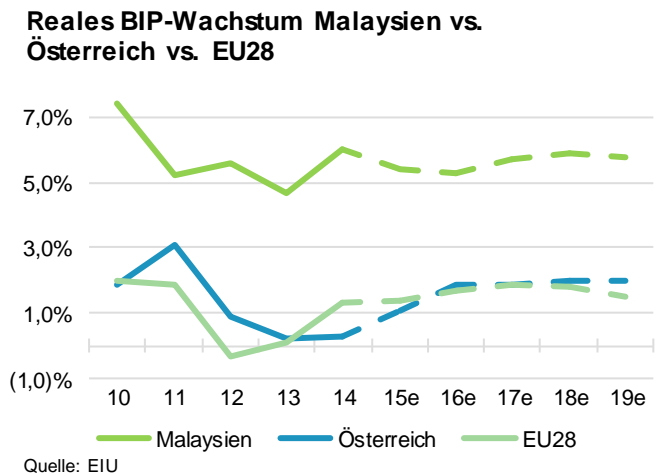
Nachdem Italien einige Jahre ein negatives reales BIP-Wachstum aufwies, folgen die Prognosen dem positiven EU-Trend und steigende Wachstumsraten sind zu erwarten. Dennoch liegt die Arbeitslosigkeit deutlich über und die Inflation deutlich unter dem EU-Durchschnitt. Die Turbulenzen der letzten Jahre spiegeln sich in laufenden Ratingherabstufungen sowie einem erhöhten CDS-Spread wider.



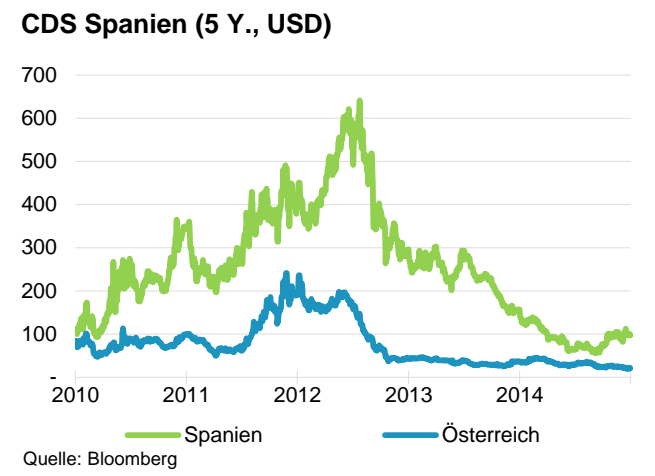
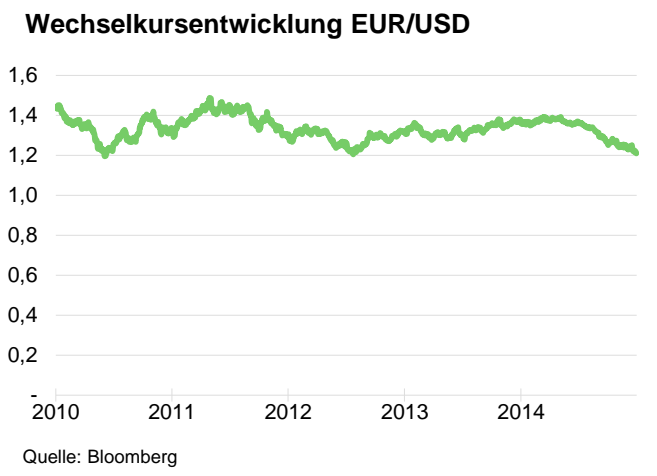
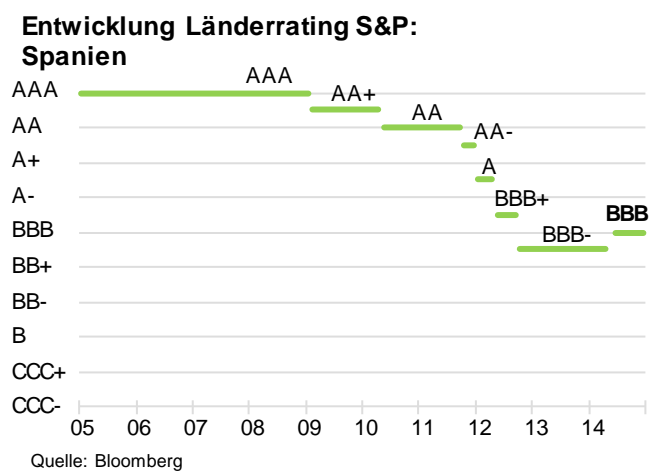
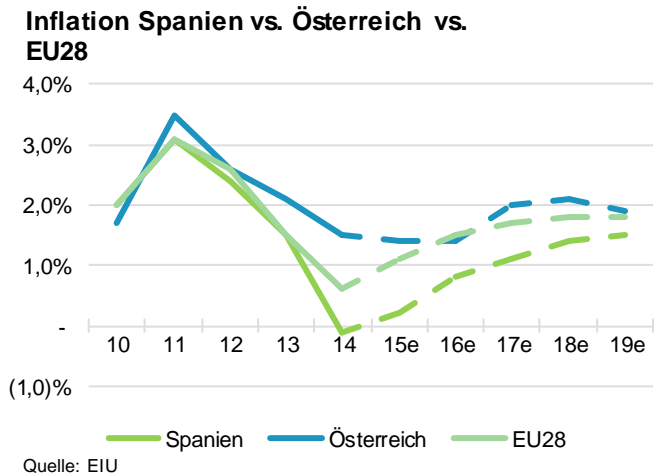
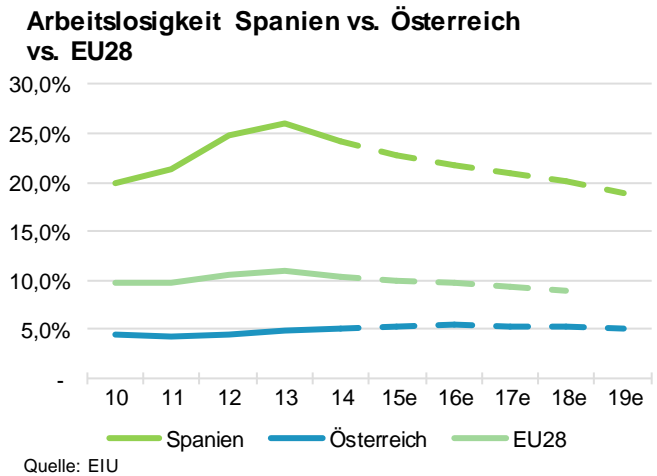
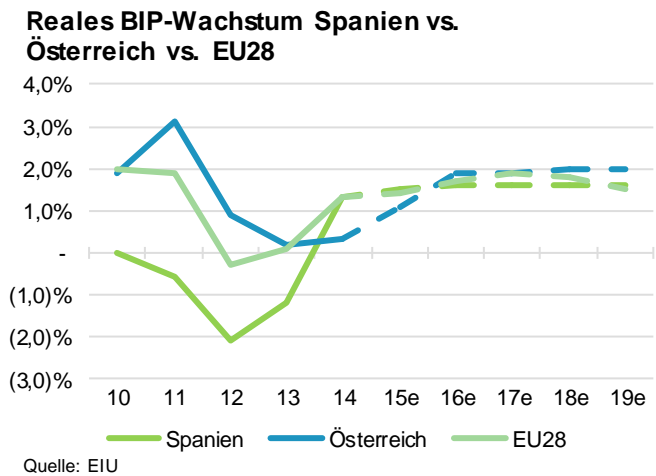
Im Vergleich zu Österreich und der EU befindet sich Australien in einem deutlich stabileren makroökonomischen Umfeld. Bei einem höheren realen BIP-Wachstum und einer Arbeitslosenquote auf dem Niveau Österreichs wird Australien erkennbar risikoärmer eingeschätzt.



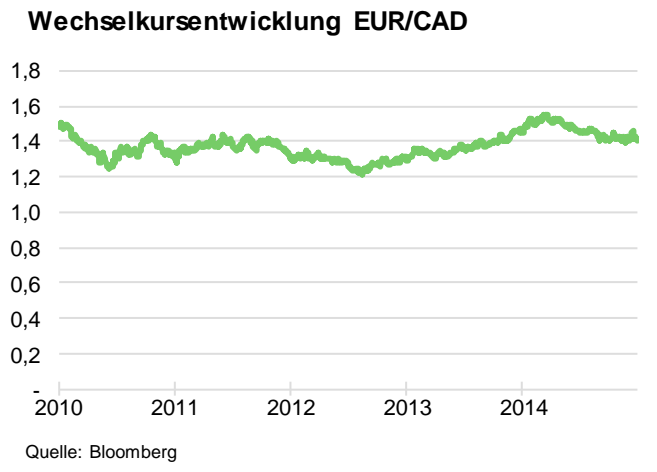
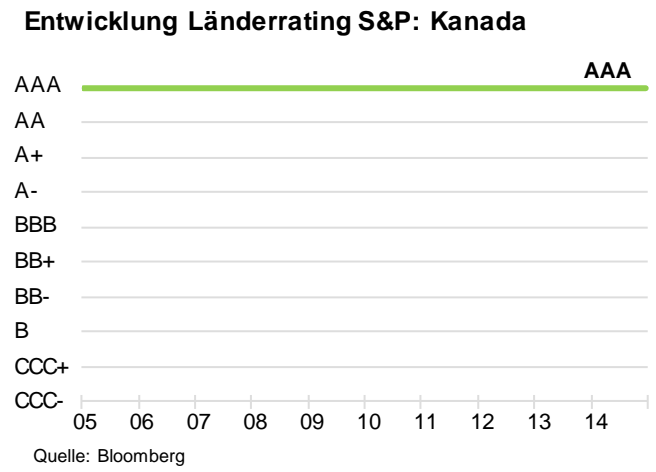
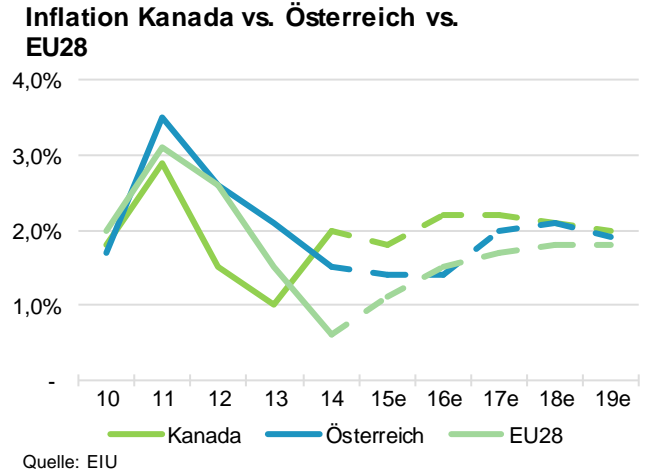
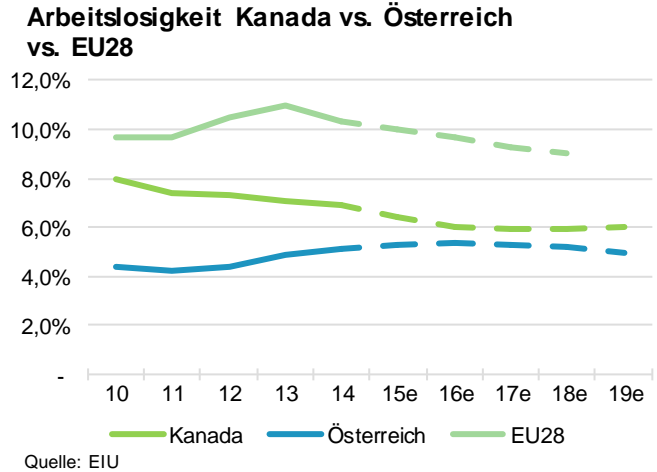
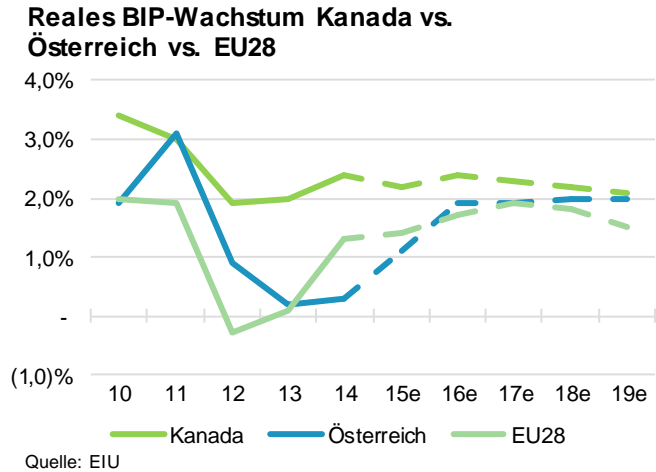
Im Vergleich zu EU und Österreich weist Malaysia ein überproportional hohes und stabiles reales BIP-Wachstum auf. Gleichzeitig zeigt sich eine sehr niedrige Arbeitslosenquote, eine steigende Inflationserwartung sowie ein gleichbleibendes Rating von A-.



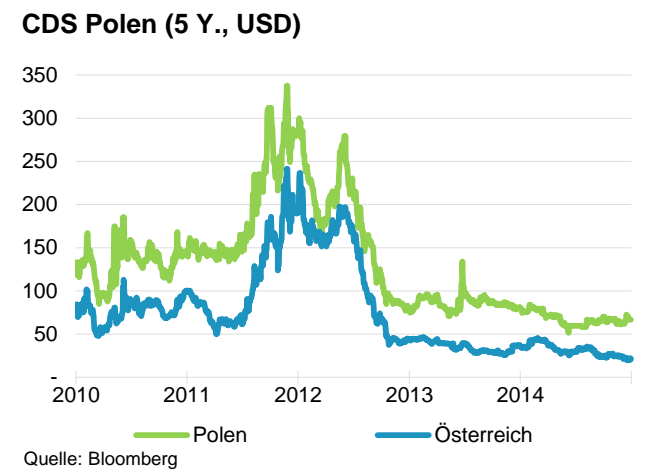
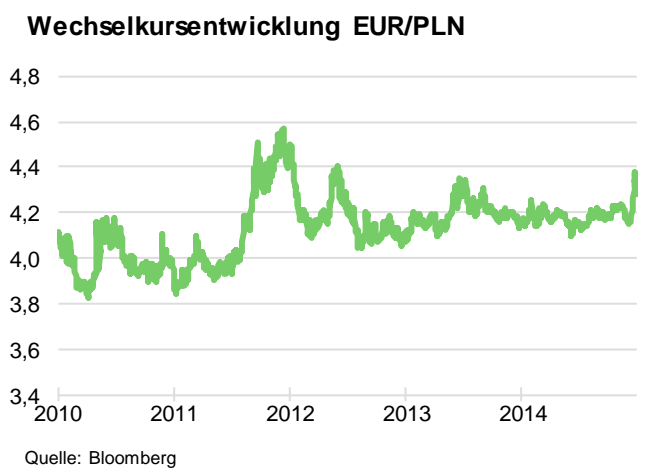
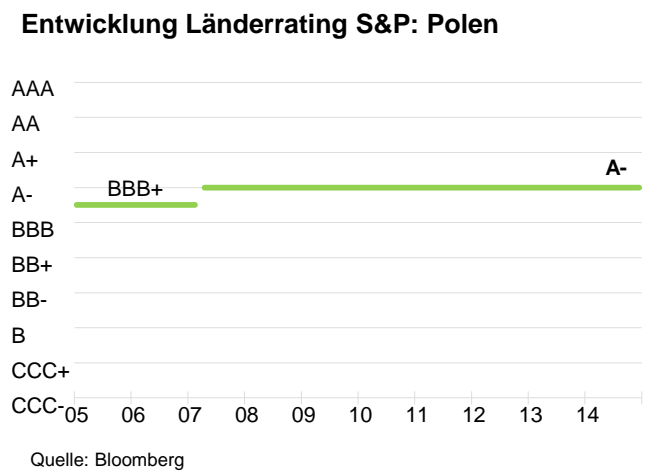
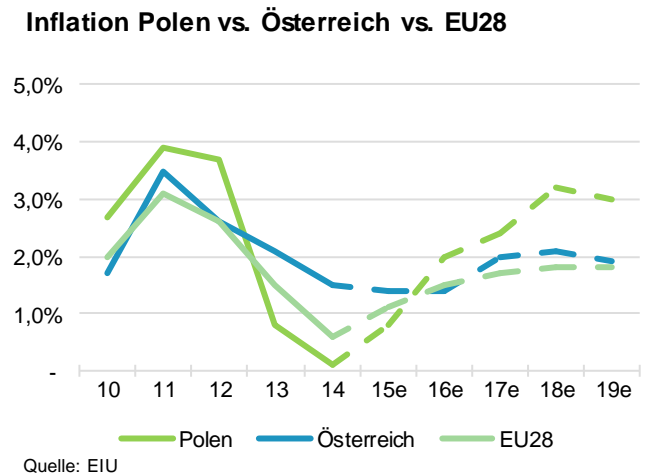
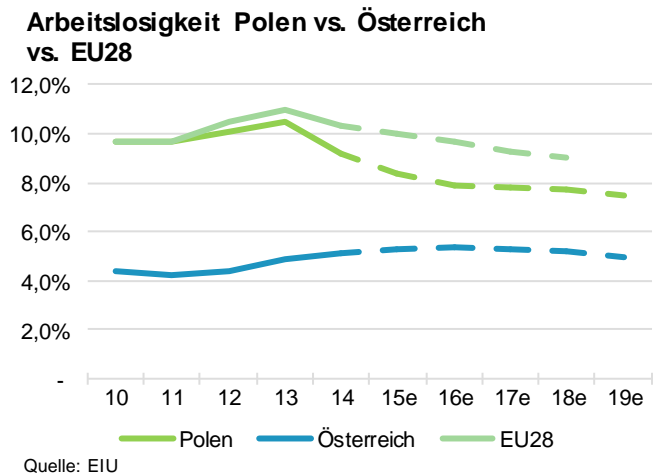
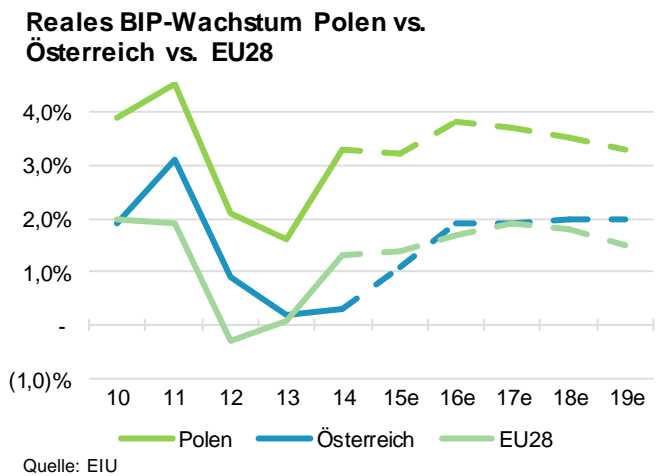
Obwohl sich das reale BIP-Wachstum Spaniens über die nächsten Perioden der EU und Österreich annähert, bleibt die Arbeitslosigkeit trotz eines Rückgangs weit über EU-Durchschnitt. Die negative Entwicklung der vergangenen Jahre hatte mehrere Ratingherabstufungen sowie ein überproportional hohes CDS-Spread zur Folge.



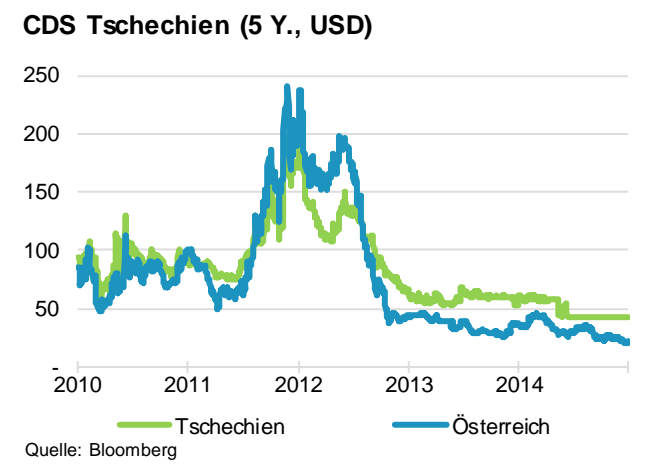
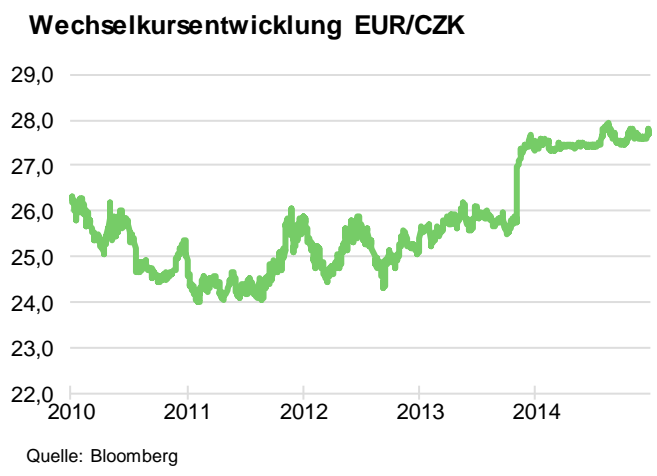
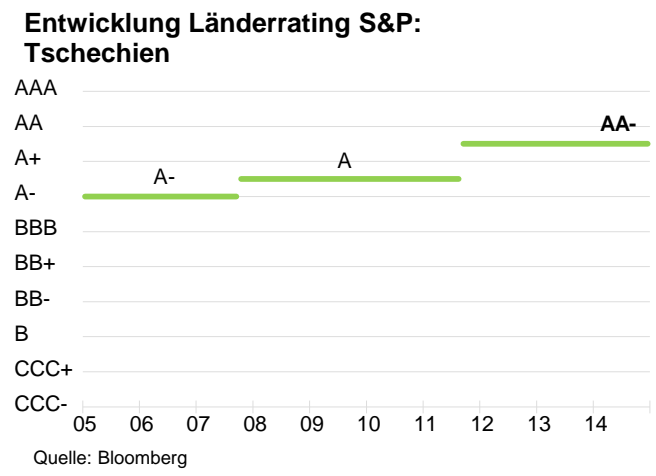
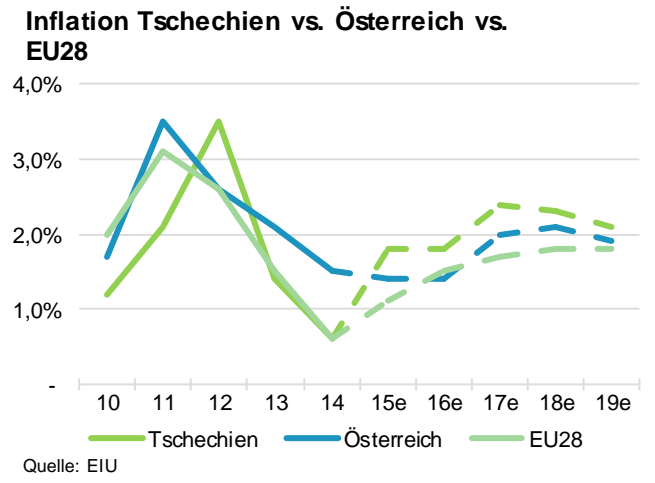
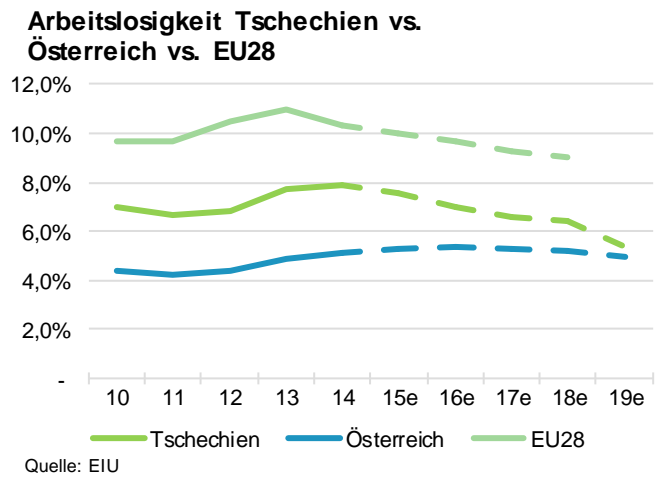
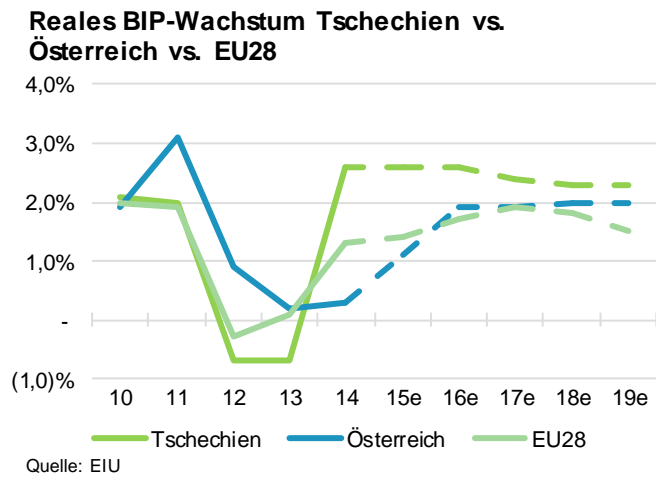
Trotz unterschiedlicher Entwicklungen in der Vergangenheit wird eine Annäherung der kanadischen und europäischen Makrodaten über die nächsten Jahre erwartet. Dabei wird davon ausgegangen, dass sich das reale BIP-Wachstum nur moderat verändert und sich die Arbeitslosenquote der österreichischen angleicht. Im Gegensatz zu europäischen Ländern behielt Kanada das AAA-Rating.



Die Vergangenheit sowie die Prognosen zeigen, dass Polen und Europa dem gleichen Trend folgen. Das reale BIP-Wachstum Polens liegt jedoch deutlich über den Erwartungen für die EU bei gleichzeitiger Senkung der Arbeitslosenquote. Obwohl der CDS-Spread höher als der österreichische ausfällt, konnte das Rating gehalten werden.



Die tschechischen Marktdaten bewegen sich im gleichen Rhythmus wie die europäischen, wobei die Erwartungen für das reale BIP-Wachstum wie auch die Arbeitslosenquote in Tschechien optimistischer ausfallen. Trotz einer Europa ähnlichen Verschlechterung in Krisenzeiten konnte das Rating gehalten werden und die tschechische Krone hat seit 2013 an Stärke gewonnen.



Appendix	Nr.
Makroökonomisches Umfeld	1
Planungsanalyse	2
Abkürzungsverzeichnis	3
Allgemeine Geschäftsbedingungen	4

Dieser Abschnitt enthält Angaben, die nach Meinung der Vorstände der PIAG und CIAG nach vernünftiger unternehmerischer Beurteilung geeignet sind, der PIAG, der CIAG oder einem verbundenen Unternehmen einen erheblichen Nachteil zuzufügen und ist daher nach § 118 Abs 3 AktG nicht zur Offenlegung oder Weitergabe an Dritte bestimmt.

Appendix	Nr.
Makroökonomisches Umfeld	1
Planungsanalyse	2
Abkürzungsverzeichnis	3
Allgemeine Geschäftsbedingungen	4

a.d.	an der	DE	Deutschland
ABS	Asset-backed security	Deloitte FA	Deloitte Financial Advisory GmbH
AG	Aktiengesellschaft	dHGB	Deutsches Handelsgesetzbuch
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen	Dipl.-Ing.	Diplom-Ingenieur
AktG	Aktiengesetz	Dr.	Doktor
APV	Adjusted Present Value	DTM	Deutsche Tourenwagen Masters
AT	Österreich	Durmont	Durmont Teppichbodenfabrik GmbH
ATX	Austrian Traded Index (österreichischer Aktienindex)	dzt.	derzeit
AUD	Australischer Dollar	e	erwartet (expected)
Auftraggeberin	Pierer Industrie AG	e.V.	eingetragener Verein
Bewertungsobjekt	CROSS Industries AG	EBIT	Earnings before Interest and Taxes
BIP	Bruttoinlandsprodukt	EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
bp	Basispunkt(e)	eff.	effektiv(e)
bspw.	beispielsweise	EGT	Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit
BVAL	Bloomberg Valuation Services	EIB	Europäische Investitionsbank
bzw.	beziehungsweise	Eisenmann	Eisenmann Anlagenbau GmbH & Co KG
CAD	Kanadischer Dollar	EK	Eigenkapital
CAGR	Compound Annual Growth Rate	etc.	et cetera
CAPEX	Capital Expenditures	EU	Europäische Union
CAPM	Capital Asset Pricing Model	EUR	Euro
CDS	Credit Default Swap	EV	Enterprise Value
CH	Schweiz	exkl.	exklusive
CIAG	CROSS Industries AG	F&E	Forschung & Entwicklung
cm³	Kubikzentimeter	FC	Forecast
CN	China	FCF	Free Cash Flow
Co.	Compagnie	FFG	Österreichische Forschungsförderungsgesellschaft
CROSS Gruppe	CIAG inklusive Beteiligungen (Gruppe)	Finanzverb.	Finanzverbindlichkeiten
CZK	Tschechische Krone	FK	Fremdkapital
d.	der/die/das	FN	Firmenbuchnummer
d.h.	das heißt	GBP	Britisches Pfund
D/E Ratio	Verschuldungsgrad (Debt/Equity-Ratio)	Germann	Germann-plastics GmbH
DCF	Discounted Cash Flow		

Geschäftsb.	Geschäftsbereiche	LLC	US-amerikanische-GmbH (Limited Liability Company)
ggü.	gegenüber	Ltd.	Britische GmbH (Limited Company)
GK	Gesamtkapital	Ltda.	Brasilianische GmbH (Sociedade Limitada)
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung	LuL	Lieferungen und Leistungen
GmbH & Co KG	Gesellschaft mit beschränkter Haftung & Compagnie	M	Monat(e)
	Kommanditgesellschaft	m²	Quadratmeter
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung	Mag.	Magister
HRB	Handelsregisterblatt	Max	Maximum
IC	Invested Capital	MBA	Master of Business Administration
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer	MEUR	Millionen Euro
IFRS	International Financial Reporting Standards	Min	Minimum
iHv.	in Höhe von	Mio.	Millionen
IN	Indien	MotoGP	Motorcycle Grand Prix
Inc.	Incorporation	MUSD	Millionen US-Dollar
Ing.	Ingenieur	MYR	Malaysischer Ringgit
insb.	insbesondere	n.b.	nicht betriebsnotwendig
IT	Italien	n/a	nicht verfügbar/anwendbar (not available/applicable)
JIT Center	Just-in-time Center	NASCAR	National Association for Stock Car Auto Racing
JÜ	Jahresüberschuss	NL	Niederlande
kfr.	kurzfristig	NOPLAT	Net Operating Profit Less Adjusted Taxes
KFS/BW1	Fachgutachten des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation des Instituts für Betriebswirtschaft, Steuerrecht und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder zur Unternehmensbewertung (vom 26.3.2014)	OeKB	Oesterreichische Kontrollbank
	Kommanditgesellschaft	OEM	Original Equipment Manufacturer
KG	Kurs-Gewinn-Verhältnis	OeNB	Oesterreichische Nationalbank
KGV	Kreditinstitute	OePR	Österreichische Prüfstelle für Rechnungslegung
KI	Körperschaftsteuer	p.a.	jährlich/per anno
KöSt	KTM AG inklusive Beteiligungen (Gruppe)	P/E	Price/Earnings Ratio
KTM	länderspezifisch(e)	Pankl Gruppe	Pankl Racing Systems AG inklusive Beteiligungen (Gruppe)
länderspez.	langfristig	PF GmbH	PF Beteiligungsverwaltungs GmbH
lfr.		PIAG	Pierer Industrie AG
		PLN	Polnischer Zloty
		Q	Quartal(e)

rd.	rund
ROIC	Return on Invested Capital
RONIC	Return on New Invested Capital
RTM	Resin Transfer Moulding
S&P	Standard & Poor's
S.A. de C.V.	Mexikanische Aktiengesellschaft
S.L.	Spanische GmbH (Sociedad Limitada)
S.r.l.	Italienische GmbH (Società a responsabilità limitata)
SIC	Standard Industrial Classification
SK	Slowakei
SMP Brazil	SMP Automotive Produtos Automotivos do Brasil Ltda.
SMP Deutschland	SMP Deutschland GmbH
SMP Group	Samvardhana Motherson Group
SMP Iberica	SMP Automotive Technology Iberica S.L.
SMP Mexico	SMP Automotive Systems Mexico S.A. de C.V.
So.	Sonstige
sog.	sogenannt
SPCM	Similar Public Company-Methode
SWOT	Strengths (Stärken), Weaknesses (Schwächen),
TEUR	Tausend Euro
TGR	langfristige Wachstumsrate (Terminal Growth Rate)
TUSD	Tausend US-Dollar
TV	Terminal Value
ua.	unter anderem
UGB	Unternehmensgesetzbuch
UIAG	UIAG Automotive Beteiligungs GmbH
UK	Großbritannien/United Kingdom
unl.	unlevered
Unt.	Unternehmen
US	Vereinigte Staaten von Amerika
usw.	und so weiter
v.a.	vor allem

Verb.	Verbindlichkeiten
verb.	verbunden(e/en)
verzins.	verzinslich
vs.	versus
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WEC	World Endurance Championship
Wethje Holding	Wethje Holding GmbH inklusive Beteiligungen (GmbH)
Wethje Immobilien	Wethje Immobilien GmbH
Wethje	Die Wethje GmbH Kunststofftechnik
WP	WP AG inklusive Beteiligungen (Gruppe)
WP BV	WP Suspension B.V.
WRC	World Rallye Championship
YoY	Year on Year (= jährliche Veränderung)
z.B.	zum Beispiel
Zinsaufw.	Zinsaufwand

Appendix	Nr.
Makroökonomisches Umfeld	1
Planungsanalyse	2
Abkürzungsverzeichnis	3
Allgemeine Geschäftsbedingungen	4

Allgemeine Geschäftsbedingungen der Deloitte Financial Advisory GmbH

(Stand Juni 2010)

1. Allgemeine Grundlagen

- 1.1 Deloitte Financial Advisory GmbH (im Folgenden kurz „Deloitte“) erbringt sämtliche Leistungen auf Grundlage dieser „Allgemeinen Geschäftsbedingungen“ (kurz „AGB“) und des individuellen schriftlichen Angebots von Deloitte.
- 1.2 Diese AGB gelten auch für alle künftigen Vertragsbeziehungen, auch wenn in einem Angebot von Deloitte nicht ausdrücklich darauf verwiesen wird.
- 1.3 Abweichende Allgemeine Geschäftsbedingungen des Auftraggebers gelten nur dann, wenn Deloitte diese ausdrücklich schriftlich anerkannt hat.
- 1.4 Änderungen dieser AGB bedürfen der Schriftform. Mündliche Nebenabreden und Erklärungen sind nur dann wirksam, wenn Deloitte diese schriftlich bestätigt.

2. Umfang der Beratungsleistungen, Vertragsabschluss

- 2.1 Der Umfang der Beratungsleistungen richtet sich nach dem schriftlichen Angebot von Deloitte.
- 2.2 Angebote sind vier Wochen gültig, soweit im Angebot nicht anders angegeben.
- 2.3 Der Vertrag kommt mit Annahme des von Deloitte übermittelten Angebots zustande. Die Annahme erfolgt mit dem Einlangen der dem Angebot beiliegenden, vom Auftraggeber firmenmäßig unterfertigten Auftragsbestätigung bei Deloitte.

3. Mitwirkungspflichten

- 3.1 Der Auftraggeber sorgt dafür, dass Deloitte auch ohne besondere Aufforderung alle notwendigen Informationen bzw. Daten zeitgerecht zur Verfügung gestellt und die erforderlichen zuverlässigen, korrekten und vollständigen Auskünfte erteilt werden. Dies gilt auch für alle Informationen, Daten, Vorgänge und Umstände, die erst während der Beratungstätigkeit vorliegen oder bekannt werden.
- 3.2 Das Vertrauensverhältnis zwischen dem Auftraggeber und Deloitte bedingt, dass Deloitte über vorher durchgeführte und/oder laufende Beratungen, die in Zusammenhang mit den zu erbringenden Beratungsleistungen stehen, umfassend informiert wird.
- 3.3 Der Auftraggeber stellt sicher, dass alle Voraussetzungen, wie im Angebot festgehalten, richtig sind.
- 3.4 Der Auftraggeber wird alle Entscheidungen, die zur Erbringung der vereinbarten Beratungsleistungen erforderlich sind, zeitnah treffen und allenfalls erforderliche Zustimmungen einholen (z.B. Zustimmungen der Konzernleitung, des Aufsichtsrats, der Mitarbeiter, des Betriebsrats etc.).
- 3.5 Sofern die vereinbarten Beratungsleistungen in den Räumlichkeiten des Auftraggebers erbracht werden, wird der Auftraggeber die notwendige Büroinfrastruktur kostenlos bereitstellen und dafür sorgen, dass alle organisatorischen Rahmenbedingungen vorliegen und eine ungestörte Leistungserbringung gewährleistet ist.

- 3.6 Wenn der Auftraggeber seine Mitwirkungspflichten verletzt oder sonstige Umstände außerhalb der Einflussosphäre von Deloitte vorliegen, welche Deloitte an der Erbringung der vereinbarten Beratungsleistungen hindern, verschiebt sich ein vereinbarter Terminplan (Meilensteine). Darüber hinaus ist Deloitte berechtigt, dem Auftraggeber allfällige Mehrkosten (z.B. Stehzeiten der eingesetzten Mitarbeiter) in Rechnung zu stellen.

4. Durchführung der Beratungsleistungen

- 4.1 Deloitte schuldet die Erbringung der im Angebot bezeichneten Beratungsleistungen, nicht aber einen bestimmten wirtschaftlichen Erfolg.
- 4.2 Deloitte ist berechtigt, die vom Auftraggeber erteilten Auskünfte und übergebenen Unterlagen als richtig und vollständig anzusehen. Sofern nicht ausdrücklich anders vereinbart, ist Deloitte nicht verpflichtet, Unrichtigkeiten festzustellen.
- 4.3 Deloitte wird sich bemühen, dem Wunsch des Auftraggebers nach dem Einsatz bestimmter Mitarbeiter zu entsprechen, behält sich aber ausdrücklich vor, Mitarbeiter nach eigenem Ermessen einzusetzen und neu zuzuordnen, wie es für die Erbringung der Leistungen angemessen, zweckdienlich und möglich ist.
- 4.4 Deloitte ist berechtigt, vereinbarte Leistungen ganz oder teilweise durch Kooperationspartner oder sachkundige Dritte durchführen zu lassen.

5. Nutzungsrechte, Schutz des geistigen Eigentums, Vertraulichkeit

- 5.1 Alle von Deloitte in Papierform oder in elektronischer Form zur Verfügung gestellten Unterlagen (insbesondere Angebot, Analysen, Stellungnahmen, Gutachten, etc.) sind geistiges Eigentum von Deloitte. Der Auftraggeber anerkennt die ausschließlichen Rechte von Deloitte an den Unterlagen, mögen die Unterlagen urheberrechtlich, markenrechtlich oder wettbewerbsrechtlich geschützt sein oder nicht.
- 5.2 Der Auftraggeber darf die überlassenen Unterlagen ausschließlich für eigene geschäftliche Zwecke verwenden. Der Auftraggeber ist nicht berechtigt, Analysen, Stellungnahmen, Gutachten etc. von Deloitte abzuändern.
- 5.3 Ohne die vorherige schriftliche Zustimmung von Deloitte ist es dem Auftraggeber untersagt, die Unterlagen zur Gänze oder auszugsweise an Dritte weiterzugeben, öffentlich wiederzugeben, daraus zu zitieren oder Dritten gegenüber darauf Bezug zu nehmen. Dies gilt auch dann, wenn der Auftraggeber die Zustimmung von Deloitte eingeholt hat, wenn sich das wirtschaftliche Umfeld und die relevanten Rahmenbedingungen seit der Einholung der Zustimmung geändert haben und/oder die Beratungsleistung mittlerweile überholt ist.
- 5.4 Im Fall einer Verletzung der Punkte 5.2 oder 5.3 ist Deloitte von jeder Haftung für allfällige Schäden, die daraus resultieren, frei.

Allgemeine Geschäftsbedingungen der Deloitte Financial Advisory GmbH

(Stand Juni 2010)

- 5.5 Das Vertrauensverhältnis zwischen dem Auftraggeber und Deloitte erfordert strikte Vertraulichkeit. Bezüglich dieses Vertrages und aller im Zusammenhang mit diesem Beratungsvertrag gegebenen Informationen, die von der offenlegenden Partei als vertraulich bezeichnet wurden, verpflichtet sich der Empfänger, die vertraulichen Informationen hinreichend bzw. den geltenden berufsständigen Grundsätzen entsprechend zu schützen, diese lediglich für die Durchführung dieses Vertrages zu verwenden und sie nur insofern zu vervielfältigen, als dies zur Vertragserfüllung erforderlich ist. Die Vertraulichkeit gilt nicht für Informationen, die Dritten oder dem Empfänger bereits bekannt sind.
- 5.6 Deloitte, ihre Mitarbeiter und die beigezogenen Kooperationspartner verpflichten sich, über alle Angelegenheiten, die ihnen im Zusammenhang mit ihrer Tätigkeit für den Auftraggeber bekannt werden, Stillschweigen zu bewahren.
- 5.7 Deloitte darf Berichte, Gutachten und sonstige Schriftstücke über die Tätigkeit und deren Ergebnisse Dritten nur mit Einwilligung des Auftraggebers aushändigen.
- 5.8 Die Verpflichtung zur Verschwiegenheit gilt auch für die Zeit nach Beendigung des Vertrags. Ausgenommen sind Fälle, in denen eine gesetzliche Verpflichtung zur Auskunftserteilung besteht oder wenn Deloitte vom Auftraggeber ausdrücklich von der Verschwiegenheitsverpflichtung entbunden wurde.

6. Datenschutz

- 6.1 Deloitte ist berechtigt, personenbezogene Daten, welche Deloitte anvertraut wurden, im Rahmen der Beratungstätigkeit zu verarbeiten und durch Dritte verarbeiten zu lassen.
- 6.2 Deloitte verpflichtet sich und seine Mitarbeiter zur Wahrung des Datengeheimnisses gemäß den jeweils geltenden Bestimmungen des Datenschutzgesetzes (DSG 2000) und wird allfällige beigezogene Dritte gleichfalls hiezu verpflichten.
- 6.3 Der Auftraggeber erklärt sich einverstanden, Informationen und Ankündigungen über die von Deloitte angebotenen Dienstleistungen, Veranstaltungen etc. im angemessenen Umfang per Post, E-Mail, Telefon und Telefax zu erhalten. Der Auftraggeber kann diese Zustimmung jederzeit widerrufen.

7. Honorar

- 7.1 Die Höhe des Honorars von Deloitte richtet sich nach Art und Umfang der vereinbarten Leistungen und ist im Angebot von Deloitte angegeben. Bei Fehlen einer ausdrücklichen Vereinbarung wird ein angemessenes Honorar geschuldet.
- 7.2 Allfällige Reisespesen der Mitarbeiter von Deloitte und Barauslagen werden gesondert verrechnet.
- 7.3 Die Rechnungslegung erfolgt – sofern nicht anders vereinbart – monatlich im nachhinein.
- 7.4 Die Rechnungen sind sofort ohne Abzug zur Zahlung fällig.

- 7.5 Allfällige Einwendungen gegen Rechnungen müssen innerhalb von sieben Tagen nach Erhalt schriftlich gegenüber Deloitte geltend gemacht werden. Die Unterlassung von Einwendungen innerhalb dieser Frist gilt als Anerkenntnis der Rechnung.
- 7.6 Bei Zahlungsverzug ist Deloitte berechtigt, Verzugszinsen in Höhe von 8% über dem Basiszinssatz (gemäß § 352 UGB) zu verrechnen. Weiters ist Deloitte berechtigt, laufende Leistungen vorläufig einzustellen und nach erfolgloser Mahnung vom Vertrag zurückzutreten. Der Auftraggeber übernimmt alle angefallenen und zur zweckentsprechenden Rechtsverfolgung notwendigen Mahn- und Inkassospesen sowie Rechtsverfolgungskosten.

8. Kündigung

- 8.1 Der Vertrag kann - soweit nicht anders vereinbart (etwa bei Beauftragung von abgrenzbaren Projekten oder Projektteilen) - von beiden Seiten schriftlich unter Einhaltung einer Kündigungsfrist von 30 Tagen zum Ende eines Kalendermonats gekündigt werden.
- 8.2 Der Auftraggeber vergütet Deloitte die bis zum Ablauf des Vertragsverhältnisses erbrachten Leistungen und entstandenen Aufwendungen und entschädigt Deloitte für alle im Zusammenhang mit der Kündigung entstandenen Kosten und Aufwendungen.

9. Haftung

- 9.1 Deloitte haftet nur für den Endbericht im nachstehend vereinbarten Umfang und keinesfalls für Zwischenberichte einschließlich E Mails und sonstige Kommunikation, die während der Projektlaufzeit mitgeteilt werden.
- 9.2 Deloitte haftet für Schäden nur, soweit Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit nachgewiesen wird. Die Haftung für leichte Fahrlässigkeit ist jedenfalls ausgeschlossen. Dies gilt gleichermaßen, wenn sich Deloitte zur Vertragserfüllung Dritter bedient.
- 9.3 Für entgangenen Gewinn, Mangelgeschäden, mittelbare und indirekte Schäden sowie reine Vermögensschäden jeder Art haftet Deloitte keinesfalls.
- 9.4 Die Haftung von Deloitte ist darüber hinaus der Höhe nach mit der Auftragssumme beschränkt, jedoch maximal mit EUR 350.000,-. Als einzelner Schadensfall ist die Summe der Schadenersatzansprüche aller Anspruchsberechtigten zu verstehen, die sich aus einer einheitlichen Leistung ergeben. Für Schäden, die im Rahmen mehrerer gleichartiger, einheitlicher Leistungen aufgrund mehrerer auf dem gleichen fachlichen Fehler beruhenden Verstöße entstanden sind, haftet Deloitte gleichfalls nur bis zur Auftragssumme bzw. bis maximal EUR 350.000,-.
- 9.5 Falls nach Auffassung des Auftraggebers das mögliche Schadensvolumen den vorgenannten Betrag übersteigt, wird Deloitte auf Verlangen des Auftraggebers versuchen, eine Zusatzversicherung zur bestehenden Haftpflichtversicherung abzuschließen, die dieses Risiko abdeckt, sofern der Auftraggeber die hierfür anfallende Versicherungsprämie übernimmt.

Allgemeine Geschäftsbedingungen der Deloitte Financial Advisory GmbH

(Stand Juni 2010)

- 9.6 Allfällige Schadenersatzansprüche müssen bei sonstigem Ausschluss innerhalb von drei Monaten ab Kenntnis des Schadens, spätestens jedoch drei Jahre nach dem anspruchsbegründenden Ereignis gerichtlich geltend gemacht werden.
- 9.7 Zieht Deloitte zur Erbringung ihrer Beratungsleistungen einen Dritten, z.B. ein datenverarbeitendes Unternehmen, einen Wirtschaftstreuhänder oder einen Rechtsanwalt bei und hat sie den Auftraggeber hievon schriftlich benachrichtigt, so wird Deloitte von der Haftung frei und haftet dem Auftraggeber gegenüber nur mehr der beigezogene Dritte für den von ihm zu vertretenden Schaden.
- 9.8 Eine Haftung von Deloitte gegenüber anderen Personen als dem Auftraggeber wird ausdrücklich ausgeschlossen. Werden Unterlagen von Deloitte mit deren Zustimmung an Dritte weitergegeben, wird eine Haftung von Deloitte dem Dritten gegenüber dadurch nicht begründet. Sollte Deloitte ausnahmsweise gegenüber einem Dritten haften, so gelten die oben angeführten Haftungsbeschränkungen nicht nur im Verhältnis zwischen Deloitte und dem Auftraggeber, sondern auch gegenüber dem Dritten. In jedem Fall der Geltendmachung von Schadenersatzforderungen eines Dritten gegenüber Deloitte wird der Auftraggeber Deloitte vollkommen schad- und klaglos halten.

10. Loyalität, Abwerbverbot

- 10.1 Während der Laufzeit dieses Vertrages und während einer weiteren Frist von sechs Monaten nach Beendigung der Beratungsleistungen ist es dem Auftraggeber untersagt, Mitarbeiter von Deloitte, die mit der Erfüllung des Vertrages befasst waren, zu beschäftigen. Im Falle eines Verstoßes gegen diese Verpflichtung hat der Auftraggeber eine Konventionalstrafe in Höhe von EUR 50.000,00 zu bezahlen.

11. Schlussbestimmungen

- 11.1 Deloitte ist berechtigt, das Unternehmen des Auftraggebers und das Projekt in seine Referenzliste aufzunehmen d.h. Unternehmensname, Unternehmenskennzeichen bzw. Marken und eine allgemeine Beschreibung über das Projekt Dritten gegenüber zu erwähnen oder aufzulisten. Der Auftraggeber erklärt sich in angemessenem Umfang bereit, nach vorheriger Mitteilung über Deloitte Auskünfte zu geben.
- 11.2 Der Auftraggeber ist nicht berechtigt, Rechte oder Pflichten aus diesem Vertrag ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Deloitte auf Dritte zu übertragen. Deloitte ist berechtigt, Rechte und Pflichten aus diesem Vertrag ohne gesonderte Zustimmung des Auftraggebers einem Tochter- oder Schwesterunternehmen bzw. Mitgliedern von Deloitte Touche Tohmatsu (nähere Informationen über die Mitglieder finden Sie unter www.deloitte.com/at/about) mit schuldbefreiender Wirkung zu übertragen.
- 11.3 Deloitte verwendet hochwertige Technologie, um unerwünschte E-Mails (Spam) zu erkennen und herauszufiltern. Dennoch kann es vorkommen, dass ein E-Mail irrtümlich als Spam qualifiziert wird. Deloitte kann daher nicht garantieren, dass E Mails des Auftraggebers beim gewünschten Empfänger auch tatsächlich ankommen.

- 11.4 Erfüllungsort ist Wien. Für Streitigkeiten aus diesem Vertrag wird die Zuständigkeit des Handelsgerichtes Wien vereinbart.
- 11.5 Auf diesen Vertrag ist ausschließlich österreichisches Recht mit Ausnahme seiner Verweisungsnormen an zuwenden.
- 11.6 Sollten einzelne Bestimmungen dieser AGB unwirksam sein oder unwirksam werden, so wird hierdurch der übrige Inhalt nicht berührt.



Deloitte bezieht sich auf Deloitte Touche Tohmatsu Limited, eine "UK private company limited by guarantee" („DTTL“), deren Netzwerk von Mitgliedsunternehmen und deren verbundenen Unternehmen. DTTL und jedes ihrer Mitgliedsunternehmen sind rechtlich selbstständige und unabhängige Unternehmen. DTTL (auch "Deloitte Global" genannt) erbringt keine Dienstleistungen für Kunden. Unter www.deloitte.com/about finden Sie eine detaillierte Beschreibung von DTTL und ihrer Mitgliedsunternehmen.

Deloitte erbringt Dienstleistungen aus den Bereichen Wirtschaftsprüfung, Steuerberatung, Consulting und Financial Advisory für Unternehmen und Institutionen aus allen Wirtschaftszweigen. Mit einem weltweiten Netzwerk von Mitgliedsgesellschaften in mehr als 150 Ländern verbindet Deloitte herausragende Kompetenz mit erstklassigen Leistungen und steht Kunden bei der Bewältigung ihrer komplexen unternehmerischen Herausforderungen zur Seite. „To be the Standard of Excellence“ – für rund 200.000 Mitarbeiter von Deloitte ist dies gemeinsame Vision und individueller Anspruch zugleich.

Dieses Dokument enthält lediglich allgemeine Informationen, die eine Beratung im Einzelfall nicht ersetzen können. Die Informationen in diesem Dokument sind weder ein Ersatz für eine professionelle Beratung noch sollte sie als Basis für eine Entscheidung oder Aktion dienen, die eine Auswirkung auf Ihre Finanzen oder Ihre Geschäftstätigkeit hat. Bevor Sie eine diesbezügliche Entscheidung treffen, sollten Sie einen qualifizierten, professionellen Berater konsultieren. Deloitte Mitgliedsfirmen übernehmen keinerlei Haftung oder Gewährleistung für in dieser Publikation enthaltene Informationen.