

Unternehmen aktuell

Reuters: MANG.F · Bloomberg: MAN GR · ISIN: DE0005937007

12. März 2008

MAN St

Anlageurteil

Nicht zuletzt aufgrund der hohen Auftragsbestände ist der Geschäftsausblick trotz konjunktureller Abkühlung robust. Die Ergebnisentwicklung wird 2008 auf hohem Niveau an Dynamik verlieren, bleibt aber aufwärtsgerichtet. Nach Vorlage der endgültigen Bilanzzahlen 2007 ergibt unsere überarbeitete Bewertung – v.a. bedingt durch eine bessere Finanzposition – einen erhöhten Fair Value von 107,80 Euro (bisher: 103,30 Euro). Darin sind Synergiepotenziale aus einer möglichen Zusammenarbeit mit Scania noch nicht berücksichtigt. Nachdem VW Anfang März die Mehrheit an Scania erworben hat, dürfte mittelfristig mindestens eine Kooperation zwischen MAN und Scania erfolgen, wenngleich VW eine Fusion vorerst ausgeschlossen hat. Nach dem jüngsten Kursanstieg stufen wir MAN von „Kaufen“ auf „Halten“ zurück.

Unternehmensdaten (in Mio. EUR / IFRS)	2006	2007	2008e	2009e
Umsatz	13.049	15.508	16.475	17.009
gg. Vj. (%)	-11,1	+18,8	+6,2	+3,2
EBITDA	1.433	2.338	2.305	2.331
gg. Vj. (%)	+26,3	+63,2	-1,4	+1,1
EBITDA-Marge (%)	11,0	15,1	14,0	13,7
EBIT	1.105	1.913	1.860	1.869
gg. Vj. (%)	+46,0	+73,1	-2,8	+0,5
EBIT-Marge (%)	8,5	12,3	11,3	11,0
Nettoergebnis	918	1.216	1.292	1.295
gg. Vj. (%)	+98,7	+32,5	+6,3	+0,2
Nettomarge (%)	7,0	7,8	7,8	7,6
EK-Quote (%)	24,8	32,0	32,8	33,3

Daten je Aktie (in EUR)	2006	2007	2008e	2009e
Ergebnis	6,24	8,27	8,79	8,81
Cashflow	6,40	11,22	11,88	12,02
Dividende	2,00	3,15	3,25	3,25

Unternehmensportrait

Die MAN-Gruppe ist einer der führenden Investitionsgüterkonzerne in Europa mit einer Konzentration auf transportbezogenes Engineering. Nach dem Verkauf der Sparte Drucksysteme ist MAN in den Kernbereichen Nutzfahrzeuge, Dieselmotoren, Turbomaschinen und Industriedienstleistungen aktiv, wobei der Nutzfahrzeugsparte mit einem Umsatzanteil von 67% (2007) besondere Bedeutung zukommt. Die Unternehmen der MAN-Gruppe halten größtenteils führende Positionen auf ihren Märkten. In Europa liegt der Marktanteil von MAN Nutzfahrzeuge bei Lkw über 6 t bei 16,1%. Der regionale Umsatzschwerpunkt des Konzerns liegt noch in Europa (v.a. bei den Nutzfahrzeugen). Umsatzanteile nach Regionen: Deutschland 28%, übrige EU-Länder 36%, sonstiges Europa 10%, Asien 15%, Amerika 6%, Afrika 4%, Australien und Ozeanien 1%.

Aktienanalyse

Titelinschätzung

Halten

(zuvor Kaufen)

Branche

Industriegüter

Fairer Wert

107,80 EUR

Margin of Safety 15,2%

Aktienkennzahlen

Schlusskurs am 11.03.2008 (EUR)	91,38
Anzahl der Aktien (Mio.)	147,0
Marktkapitalisierung (Mio. EUR)	13.437
Freefloat (%)	70,10

Bewertungskennzahlen

	2008e	2009e
KGV	10,4	10,4
KCFV	7,7	7,6
EV/EBITDA	6,4	6,3
EV/Umsatz	0,9	0,9
Dividendenrendite (%)	3,6	3,6

Termine

25.04.08	Hauptversammlung
30.04.08	Bericht 1. Quartal 2008

Historische Entwicklung (Schlusskurs)

52-Wochen-Hoch/Tief (EUR)	124,05/77,10		
absolut (%)	1M	3M	12M
	5,4	-18,9	7,3
relativ gg. (PP)	1M	3M	12M
DAX30	11,8	0,3	10,1
DJ EURO STOXX			
Industrial Goods & Services	7,8	-1,3	14,1



Manfred Bucher, CFA
Senior Analyst
+49 89 2171 21713
Manfred.Bucher@bayernlb.de

Beachten Sie bitte die Hinweise auf den letzten Seiten.

Highlights

- 2007 war für MAN ein Rekordjahr: Auftragseingang +17%, Umsatz +19%, Operatives Ergebnis +57%, Ergebnis je Aktie der fortgeführten Bereiche +63%, Operative Marge 11,2% (Vorjahr: 8,5%), Kapitalrendite (ROCE) 31,9% (Vorjahr: 28,0%).
- Der Dividendenvorschlag für die HV liegt bei 3,15 Euro, was gegenüber der Vorjahresdividende von 2,00 Euro eine Steigerung um 57,5% bedeutet.
- Der Ausblick des Managements auf 2008 ist insgesamt positiv: Der Umsatz soll bei stabiler, sich auf hohem Niveau befindlicher operativer Marge um über 5% steigen.

Zu den Konsolidierungsbemühungen im Nutzfahrzeugbereich:

- Volkswagen hat Anfang März angekündigt, die Anteile der Scania-Großaktionäre Investor und der Wallenberg-Stiftung zu übernehmen und dadurch seinen Stimmrechtsanteil an dem schwedischen Nutzfahrzeughersteller auf 68,6% zu erhöhen. VW verfügt zudem über einen Anteil von 29,9% am MAN-Konzern. Damit hält VW die Fäden für eine mögliche Allianz von MAN, Scania und dem VW-Geschäft mit schweren Nutzfahrzeugen in Südamerika endgültig in der Hand.
- Die bisherigen Großaktionäre von Scania, die im Einflussbereich der schwedischen Industriellenfamilie Wallenberg liegen, dürften VW industriepolitisch motivierte Zusagen abgerungen haben. VW hat erklärt, dass eine Fusion von MAN und Scania nicht geplant sei und Scania als eigenständiges börsennotiertes Unternehmen mit Stammsitz in Schweden erhalten bleibt. Änderungen im Management sowie am F&E-Standort Scantias seien zudem nicht geplant.
- Wir gehen davon aus, dass VW die Hebung von Synergiepotenzialen in Angriff nimmt, daher dürfte mindestens eine Kooperation zwischen MAN, Scania und VW Nutzfahrzeuge Südamerika entstehen (z.B. gemeinsame Entwicklung von Komponenten und Bündelung des Einkaufs). Es ist mittelfristig aber auch eine engere Zusammenführung der Unternehmen wahrscheinlich. MAN hatte die Synergiepotenziale einer Fusion mit Scania im Herbst 2006 auf mindestens 500 Mio. Euro pro Jahr beziffert.
- Nicht auszuschließen erscheint auch die Option, dass Volkswagen MAN mehrheitlich übernimmt, die Nutzfahrzeugsparte mit Scania zusammenführt und übrige Konzernbereiche (Industrielle Dienstleistungen, Turbomaschinen, Dieselmotoren) veräußert. VW-Aufsichtsratschef Piech hat allerdings erklärt, davon auszugehen, dass MAN in der jetzigen Form bestehen bleibt.
- MAN verfügt über einen Stimmrechtsanteil von 17,01% sowie einen Kapitalanteil von 13,23% an Scania, den MAN größtenteils im Rahmen des gescheiterten Übernahmekampfes an dem schwedischen Nutzfahrzeughersteller erworben hatte.

Geschäftsentwicklung

MAN konnte 2007 gestützt auf die sehr günstige Konjunkturlage sowie die Rationalisierungserfolge an die dynamische Geschäftsentwicklung des Vorjahres anknüpfen und deutliche Volumen- und Ergebnissteigerungen erzielen. Dabei blieben die Zuwächse im vierten Quartal 2007 anhaltend dynamisch. Der Umsatz stieg im Gesamtjahr 2007 um 19% gegenüber Vorjahr auf 15,51 Mrd. Euro (viertes Quartal: +35%), der Auftragseingang legte um 17% auf 19,37 Mrd. Euro zu (viertes Quartal: +11%). Bereinigt um einen einmaligen Verkauf von Leasing-Fahrzeugen betrug der Konzern-Umsatzzuwachs 15%. Die Rentabilität wurde weiter verbessert, das operative Ergebnis nahm überproportional um 57% auf 1.730 Mio. Euro zu. Dies entspricht einer operativen Marge von 11,2% (Vorjahr: 8,5%). Der Zuwachs des Ergebnisses vor Zinsen und Steuern (EBIT) war mit +73% auf 1.913 Mio. Euro noch deutlich stärker, da darin auch die Sondereffekte von netto +183 Mio. Euro enthalten sind (davon +367 Mio. Euro Schadensersatz für den ehemaligen Erwerb des britischen Nutzfahrzeugherstellers ERF sowie -150 Mio. Euro durch Rückstellungen und Firmenwertabschreibung im Busbereich). Das Nettoergebnis stieg gedämpft durch eine höhere Steuerquote um 32% auf 1.225 Mio. Euro.

Getrieben wurde die Ergebnisverbesserung 2007 vor allem vom Bereich Nutzfahrzeuge. Dieser konnte dank der anhaltend kräftigen Branchenkonjunktur den Umsatz um 20% erhöhen (bereinigt um einmaligen Verkauf von Leasing-Fahrzeugen +14%), das operative Ergebnis stieg dank weiter verbesserter Rentabilität um 49% auf 1.039 Mio. Euro (Marge 10,0% nach 8,0% im Vorjahr). Diese Erfolge gehen auf das Lkw-Geschäft zurück, bei dem eine Gewinnsteigerung um 62% und eine operative Marge von 11,3% erreicht wurde. Das Busgeschäft hingegen verlief weiterhin unbefriedigend und wies 2007 einen operativen Verlust von 13 Mio. Euro aus (Vorjahr: +38 Mio. Euro). Inklusive der als Sondereffekte verbuchten Rückstellungen und Firmenwertabschreibungen belastete der Busbereich das Konzernergebnis mit 198 Mio. Euro. Der Busbereich durchläuft nun ein Restrukturierungsprogramm, das u.a. die weitere Standardisierung von Produkten und Prozessen sowie eine erhöhte Nutzung von Synergien in Vertrieb, Verwaltung und Technik beinhaltet. Die Stadtbusproduktion wurde zudem nach Polen verlagert. Der Auftragseingang bei Nutzfahrzeuge blieb dank der hohen Lkw-Nachfrage äußerst stark und nahm gegenüber dem Vorjahr 2007 um insgesamt 26% zu (Lkw: +28%, Bus: +13%). Nur im vierten Quartal stiegen die Nutzfahrzeug-Bestellungen um 28%.

MAN: Geschäftsentwicklung nach Segmenten
in Mio. Euro

Geschäftssegment	Auftragseingang		Umsatz		Operatives Ergebnis	
	2007	gg. Vj in %	2007	gg. Vj in %	2007	gg. Vj in %
Nutzfahrzeuge	12.684	26	10.410	20	1.039	49
Dieselmotoren	3.371	29	2.179	21	313	37
Turbomaschinen	1.454	-3	1.108	22	104	47
Industriedienstleistungen	1.556	-22	1.445	5	179	50
Sonstige/Konsolidierung	309	-15	366	33	95	-
MAN Konzern	19.374	17	15.508	19	1.730	57

Quelle: MAN, BayernLB Research

Die übrigen Geschäftsbereiche konnten 2007 ebenfalls deutliche Ergebnissteigerungen erzielen. Bei den Dieselmotoren blieb die Nachfrage unverändert hoch (insbesondere bei 2-Takt-Motoren für Massengutfrachter und Containerschiffe), die voll ausgelasteten Kapazitäten und der gute Produktmix sorgten für sehr hohe, nochmals verbesserte Margen (14,4% nach 12,7% im Vorjahr). Bei Turbomaschinen konnte dank höherem Volumen und verbesserter Auftragsqualität der operative Gewinn um 47% gesteigert werden (Marge 9,4% nach 7,8% im Vorjahr), der Auftragseingang blieb annähernd auf dem hohen Vorjahresniveau. Die Industriedienstleistungen verbesserten ihren operativen Gewinn auf vergleichbarer Basis um 50% (Marge 12,4% nach 8,6% im Vorjahr).

Perspektiven

Im laufenden Jahr kann MAN von dem hohen Auftragsbestand profitieren, der zum 31. Dezember 2007 um 31% über dem Vorjahreswert lag. Die Auftragsentwicklung verlief im vierten Quartal weiterhin dynamisch, obwohl sich die Geschäftsfelder zum Teil schon auf einem sehr hohen Volumenniveau bewegen (Nutzfahrzeuge und Dieselmotoren). Entsprechend dem Ausblick des Managements rechnen wir mit einem Umsatzanstieg 2008 um über 5%. Bei stabilen Margen wird das operative Ergebnis 2008 unserer Prognose zufolge um rund 8% steigen. Die Veränderung des EBIT und des Ergebnisses vor Steuern wird 2008 demgegenüber aufgrund der fehlenden Sondererträge aus dem Vorjahr aber schlechter ausfallen. Das Nettoergebnis sollte allerdings von einer wieder geringeren Steuerquote profitieren, so dass wir unter dem Strich einen Anstieg des Ergebnisses je Aktie 2008 um gut 6% erwarten.

MAN: Operative Marge nach Segmenten
in Prozent

Geschäftssegment	2006	2007	2008e ¹	MAN-Zielmarge über den Zyklus	übliche Schwankungsbreite in PP
Nutzfahrzeuge	8,0	10,0	10,1	8,5	2,0
Dieselmotoren	12,7	14,4	14,1	8,5	4,0
Turbomaschinen	7,8	9,4	9,8	8,5	2,0
Industriedienstleistungen ²	8,6	12,4	12,2	8,5	1,0
MAN Konzern	8,5	11,2	11,3	8,5	2,0

¹Schätzung BayernLB; ² ohne Stahlhandel; Quelle: MAN, BayernLB Research

Mit Eintrübung der Konjunkturperspektiven in den Industrieländern – ausgehend insbesondere von den USA – wird das Umfeld auf den für MAN relevanten zyklischen Märkten zwar schwieriger, die strukturell hohe Nachfrage aus Schwellenländern sorgt in Verbindung mit den internationalen Expansionsbestrebungen des Konzerns aber für eine größere Stabilität. Zielregionen der Expansion im Nutzfahrzeugbereich bilden vor allem Osteuropa, GUS, Indien und China. Bei den Nutzfahrzeugen wirkt zudem noch der Großauftrag des britischen Verteidigungsministeriums aus dem Jahr 2005 (1,6 Mrd. Euro über sechs Jahre) stützend. Die trotz der konjunkturellen Risiken abgegebene

Prognose des Managements eines auf hohem Niveau stabilen Auftragseingangs ist daher realistisch.

Die Sparten Nutzfahrzeuge und Dieselmotoren dürften 2008 allerdings nahe an ihren zyklischen Auftrags-Höchstständen sein, die eine volle Auslastung der Kapazitäten und hohe Margen ermöglichen. Das Potenzial für weitere Margenverbesserungen erscheint daher begrenzt (abgesehen vom Busgeschäft). Eine negative Trendwende ist derzeit aber nicht in Sicht. Das im Vergleich zur Vergangenheit hohe Margenniveau basiert aber nicht nur auf zyklischen Effekten, sondern auch auf einer strukturell deutlich verbesserten Profitabilität des Konzerns. Dies spiegelt sich in den im Jahr 2007 angehobenen Renditezielen wider, die über den Zyklus hinweg erzielt werden sollen (operative Zielmarge für den Konzern über den Zyklus: 8,5%). In unserer Unternehmensbewertung gehen wir von einer nachhaltig erzielbaren operativen Marge von 8,25% aus, was deutlich unter dem Rekordniveau des letzten Jahres liegt (11,2%), aber über den langjährigen Margen-Durchschnitten des Konzerns.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - Führende Position auf den relevanten Märkten in Europa bzw. weltweit. - Gutes und erfahrenes Management. - Moderne und wettbewerbsfähige Produktpalette (im Nutzfahrzeugbereich 2007 Einführung der neuen schweren Baureihen TGX und TGS). - Signifikante Verbesserung der Rentabilität in den letzten Jahren (strukturell und zyklisch). - Solide Finanzstruktur. 	<ul style="list-style-type: none"> - Bis zuletzt enttäuschende Ergebnisentwicklung in dem seit längerem nicht profitablen Busgeschäft. - Nutzfahrzeuggeschäft bislang noch stark auf Europa konzentriert. - Überwiegend reife Märkte mit intensivem Wettbewerb. - Beschränkte Preissetzungsmacht.
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Konsolidierungsfortschritte im Nutzfahrzeugsektor – speziell eine Zusammenführung mit Scania – könnten zur Realisierung umfangreicher Synergiepotenziale führen und mittel- bis längerfristig zu einer erhöhten Preisdisziplin beitragen. - Internationale Expansion (bei Nutzfahrzeugen v.a. Osteuropa und Asien) ermöglicht kräftige Umsatzausweitung und Steigerung der Weltmarktanteile. - Globalisierung führt zu strukturell höherer Nachfrage nach den von MAN angebotenen transportbezogenen Engineering-Leistungen. - Ausweitung des Servicegeschäfts ermöglicht höhere Profitabilität und Stabilität. 	<ul style="list-style-type: none"> - Ausgeprägte Zyklizität der Geschäftstätigkeit birgt Ergebnisrisiken bei einer stärkeren konjunkturellen Eintrübung. - Hohe Investitionserfordernisse zur Erfüllung der Abgasnormen bei Nutzfahrzeugen. - Hohe Kapitalintensität bei überwiegend intensivem Preiswettbewerb in den einzelnen Geschäftsfeldern. - Relativ großer Anteil von Fixkosten.
Quelle: BayernLB Research	

Letzte abweichende Empfehlung (innerhalb der vergangenen 12 Monate)

12.02.2008 Unternehmen aktuell Kaufen

Verteilung der Empfehlungen

Verteilung der Empfehlungen der letzten drei Monate insgesamt und für die Unternehmen, für die in den letzten 12 Monaten Investmentbanking-Dienstleistungen erbracht wurden.

Verteilung aller Empfehlungen

Kaufen	Übergewichten	Halten	Neutral	Verkaufen	Untergewichten
43%	5%	39%	5%	3%	5%

Verteilung aller Empfehlungen auf Emittenten, für die in den letzten 12 Monaten Investment Banking-Dienstleistungen erbracht wurden

Kaufen	Übergewichten	Halten	Neutral	Verkaufen	Untergewichten
44%	4%	28%	12%	0%	12%

Die Verteilung bezieht sich auf alle Aktien, Unternehmensanleihen, Covered Bonds und Staatsanleihen, für die das Research der BayernLB eine Empfehlung ausspricht.

Hinweis auf mögliche Interessenkonflikte

- 12) Ein Mitarbeiter der Bayerischen Landesbank bzw. eines mit ihr verbundenen Unternehmens ist Mitglied eines Aufsichtsgremiums des analysierten Emittenten.

Disclaimer für Länder außerhalb Deutschlands

Diese Publikation ist nicht für eine Veröffentlichung in Ländern und eine Verteilung an Personen bestimmt, wenn die Verteilung, Veröffentlichung oder Verwendung den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Bestimmungen des jeweiligen Landes zuwiderlaufen würde und die Bayerische Landesbank dadurch einer Eintragungs- und Lizenzverpflichtung unterläge. **Insbesondere ist diese Publikation nicht für eine Verteilung in den USA, Kanada und Japan bestimmt. Sie ist lediglich für eine Verteilung in den Ländern Deutschland, Österreich, Schweiz, Niederlande, Italien, Dänemark, Norwegen, Finnland, Portugal, Ungarn, Schweden, Spanien und Großbritannien im Rahmen der unten beschriebenen Einschränkungen bestimmt.**

Diese Publikation ist urheberrechtlich geschützt. Die Vervielfältigung von Informationen oder Daten, insbesondere die Verwendung von Texten, Textteilen oder Bildmaterial bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung der Bayerischen Landesbank. Alle Warenzeichen, Servicebezeichnungen und Logos, die in dieser Publikation verwendet werden, sind Warenzeichen bzw. Servicebezeichnungen oder eingetragene Warenzeichen bzw. Servicebezeichnungen der Bayerischen Landesbank.

Diese Publikation wurde ohne Mitwirkung der jeweiligen Emittenten, die Gegenstand der Publikation sind, erstellt.

Diese Publikation dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine individuelle Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Kauf, Verkauf oder der Zeichnung von Finanzinstrumenten dar. Einzelheiten zu der Ausgestaltung der erwähnten Finanzinstrumente sind dem jeweiligen Verkaufsprospekt zu entnehmen.

Diese Publikation wird in Großbritannien durch die Bayerische Landesbank verteilt; sie ist nicht als Aufforderung für eine Anlageentscheidung im Sinne von § 21 des britischen Financial Services and Markets Act 2000 ("FSMA") zu verstehen. Soweit diese Publikation eine Aufforderung darstellen sollte, so ist diese nur gerichtet an:

- (i) "Investment Professionals" im Sinne von § 19(5) des britischen Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (in der jeweils gültigen Fassung; the "Financial Promotion Order"); oder
- (ii) Personen, die unter § 49(2)(a) bis (d) der Financial Promotion Order fallen; und
- (iii) alle sonstigen Personen, an die die Publikation zulässigerweise für die in § 21 FSMA genannten Zwecke gerichtet werden darf ("relevant persons").

Personen, die nicht zu dem vorstehenden Personenkreis gehören, können sich nicht auf diese Publikation stützen und auf ihrer Basis Anlageentscheidungen treffen.

Diese Publikation wird in Italien durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an "professional investors" (institutionelle Investoren) gemäß den dortigen gesetzlichen Bestimmungen verteilt.

Diese Publikation wird in der Schweiz durch die Bayerische Landesbank gemäß den dortigen gesetzlichen Bestimmungen verteilt.

Diese Publikation wird in Finnland durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an „professionelle Investoren“ gemäß der Definition des Finnischen Securities Market Act (495/1989, wie ergänzt) verteilt.

Diese Publikation wird in Ungarn durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an institutionelle Anleger versandt, welche die Risiken einer Geldanlage in Wertpapieren kennen. Diese Publikation ist nicht als Veranlassung zu sehen, ein Investment-Engagement einzugehen, Wertpapiere zu zeichnen oder zu kaufen. Der Versand dieser Publikation ist ebenfalls nicht als Erteilung einer Anlageberatung bzw. -empfehlung ("befektetési ajánlás") im Sinne des Gesetzes Nr. CXX von 2001 über Kapitalmärkte, Ziffer 81 (2) f), zu verstehen.

Manfred Bucher, CFA
Senior Analyst
Grundstoffe
Industriegüter
Tel +49 89 2171 21713
Manfred.Bucher@bayernlb.de

Redaktion:
Bayerische Landesbank
Unternehmensbereich 5700
80277 München (= Briefadresse)
research@bayernlb.de

Geschäftsgebäude:
Bayerische Landesbank
Brienner Straße 18
80333 München (= Paketadresse)
Tel +49 89 2171-21762
Fax+49 89 2171-21799
www.bayernlb.de