

HPI AG

Reuters: CEW3.DE

Bloomberg: CEW3:GR

Rating: Buy Risiko: Mittel

Kurs: EUR 1,85

Kursziel: EUR 4,50

Übernahme eines weiteren Traditionsnamens

Mehrheit an der Mannesmannröhren Logistic GmbH

HPI AG Hoechst Procurement Intl. übernimmt 50,1% der Anteile an der Mannesmannröhren Logistic GmbH (MRL) und baut die Einkaufsdienstleistungen für Industriekunden und Verwaltung im B- und C-Teile Segment weiter aus. Damit wird das bisherige Einkaufsvolumen der HPI – über EUR 4,0 Mrd. für mehr als 800 Kunden und rund 4.000 verhandelte Verträge – verstärkt durch die elektronischen Einkaufsplattformen der Mannesmannröhren Logistic mit über 250.000 Artikeln aus 200 Warengruppen und ein modernes Logistikzentrum mit insgesamt 4.000 m³ Lagerfläche.

Substantielle Skaleneffekte

Auf dem Weg, HPI in den kommenden Jahren als einen führenden Einkaufs- und Prozessdienstleister in Europa zu positionieren, verfolgt das Management gezielt Skalierungsmöglichkeiten. Nach der Fusion von HPI mit ce Global und den Übernahmen der 3KV und Azego Components AG ist die Übernahme von MRL ein weiterer Meilenstein in der Unternehmensgeschichte. Während MRL bisher überwiegend im Westen Deutschlands, in Belgien und Frankreich tätig ist, setzt HPI den Focus auf ganz Europa; gleichzeitig werden HPI und MRL ihre E-Procurement-Kompetenzen bündeln. Durch die Übernahme der Mannesmannröhren Logistic ist aus unserer Sicht nicht nur ein weiterer Schritt in Richtung Größe und dem Erscheinungsbild eines europäischen Players gelungen, sondern sie zeigt auch, dass die Gravitationskräfte des Netzwerkes bereits Wirkung zeigen, indem andere Einkaufsdienstleister sich in den Konzern einbinden.

Anhebung unserer Schätzungen

Wir erwarten im laufenden Jahr einen Anstieg des Konzernumsatzes auf EUR 72,7 Mio. (+140% YoY) und ein EBIT in Höhe von EUR 1,8 Mio. Dies entspricht einer operativen Marge von 2,5%. Das Nettoergebnis dürfte nach unseren Schätzungen 2011e auf EUR 1,2 Mio. steigen, was einem EPS von EUR 0,21 entspricht. Für 2012e rechnen wir mit Erlösen von EUR 83,3 Mio., einem EBIT von EUR 2,5 Mio. und einem EPS von EUR 0,29.

Bestätigung des Buy-Ratings, Kursziel EUR 4,50.

Wir betrachten die Übernahme der MRL als wertschöpfend. Demzufolge heben wir unser Kursziel auf EUR 4,50 von bislang EUR 4,15 je Aktie an. Unser Kursziel basiert auf dem aus einer Peergroup abgeleiteten KGV-Multiplikator von 15,5x, den wir auf unser EPS 2012e von EUR 0,29 ansetzen. Wir bestätigen unser Anlageurteil von Buy, da wir unvermindert ein substantielles Kurspotenzial von 143% gegenüber dem gestrigen Schlusskurs von EUR 1,85 sehen.

Risiken

Allgemeinen Integrationsrisiken aus den übernommenen Gesellschaften begegnet HPI durch eine starke Incentivierung des Managements; die Geschäftsführer der übernommenen Gesellschaften sind langfristig in die HPI eingebunden. Kurzfristig ist einschränkend anzumerken, dass noch kein testierter gemeinsamer Konzern-Abschluss-Bericht vorliegt.

WKN/ISIN: A0JCY3

Indizes: -

Transparenz-Level: Second Quotation Board

Gewichtete Anzahl Aktien: 5,6 Mio.

Marktkapitalisierung: 10,4 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 10.000

Veröffentlichung Jahresabschluss: 30.04.2011

EUR Mio.	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	15,0	30,3	72,7	83,3
EBITDA	0,5	0,5	1,9	2,6
EBIT	-0,1	0,5	1,8	2,5
EBT	-0,2	0,3	1,5	2,2
EAT	0,0	0,3	1,4	1,9

% vom Umsatz	2009	2010e	2011e	2012e
EBITDA	3,6%	1,7%	2,6%	3,1%
EBIT	-0,8%	1,5%	2,5%	3,0%
EBT	-1,4%	0,8%	2,1%	2,6%
EAT	-0,2%	0,8%	1,9%	2,2%

Je Aktie/EUR	2009	2010e	2011e	2012e
EPS	-0,01	0,04	0,21	0,29
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	0,50	0,95	1,19	1,53
Cashflow	-0,08	0,10	-0,33	0,22

%	2009	2010e	2011e	2012e
EK-Quote	49,9%	38,2%	32,5%	37,3%
Gearing	0,0%	0,0%	59,6%	46,3%

X	2009	2010e	2011e	2012e
KGV	n/a	40,5	8,7	6,4
EV/Umsatz	0,03	0,34	0,19	0,15
EV/EBIT	n/a	22,3	7,6	5,0
KBV	0,4	1,8	1,6	1,2

EUR Mio.	2010e	2011e	2012e
Guidance: Umsatz	30,0	>70,0	>90,0
Guidance: EBIT	0,45	>1,6	3,0



QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

Susanne Hasler, Equity Analyst

+49 (89) 744 35 58 / +49 (176) 24 60 52 66

susanne.hasler@sphene-capital.de

Peter Thilo Hasler, CEFA

+49 (89) 744 35 58 / +49 (176) 62 11 87 36

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Mit der Übernahme der Mehrheit an MRL Mannesmannröhren Logistic setzt HPI den eingeschlagenen Akquisitionspfad fort. Im vergangenen Geschäftsjahr erwirtschaftete MRL einen Umsatz von EUR 22,0 Mio. und ein operatives Ergebnis von EUR 0,9 Mio. Legt man die bislang bezahlten Kaufpreismultiples für die MRL zugrunde, dürfte HPI für MRL einen Kaufpreis von etwa EUR 2,0 Mio. bezahlt haben. Nach Angaben der Gesellschaft erfolgt die Kaufpreisfinanzierung über eine Mischung aus Fremdkapital und einer Earn-Out-Komponente. Dies steht im Einklang mit der bisherigen Strategie des Managements, die den mit dem externen Wachstum der Gesellschaft verbundenen Risiken durch eine Einbindung der bisherigen Geschäftsführer und deren Incentivierung begegnet.

Übernahme der Mehrheit an MRL Mannesmannröhren Logistic GmbH

HPI AG Hoechst Procurement Intl. übernimmt 50,1% der Anteile an der Mannesmannröhren Logistic GmbH (MRL). Damit baut HPI das Angebot von Einkaufsdienstleistungen für Industriekunden und Verwaltung im B- und C-Teile Segment weiter aus. Das bisherige Einkaufsvolumen der HPI von über EUR 4,0 Mrd. für mehr als 800 Kunden und rund 4.000 verhandelten Verträgen wird zukünftig durch die elektronische Einkaufsplattformen der Mannesmannröhren Logistic mit über 250.000 Artikeln aus 200 Warengruppen und ein modernes Logistikzentrum mit insgesamt 4.000m² Lagerfläche verstärkt werden.

Innerhalb des Unternehmensbereiches HPI Industrial soll zusammen mit MRL ein B2B Industriewarenhaus etabliert werden.

Beide Gesellschaften werden ihre bisherigen Kompetenzen im Bereich des E-Procurement für B- und C-Teile bündeln, mit dem Ziel, Fertigungsunternehmen unabhängig von ihrer Branche und Größe Kostenvorteile in der Einkaufsorganisation und im gesamten Einkaufsprozess inklusive Lieferantenverhandlungen anzubieten. MRL ist bisher überwiegend im Westen Deutschlands, in Belgien und Frankreich präsent; dagegen setzt HPI ihren Focus europaweit. Darüber hinaus werden HPI und MRL ihre E-Procurement-Kompetenzen bündeln und HPI wird – gemeinsam mit dem Management der MRL – das Geschäftsmodell auf Großkunden in jedem Bundesland Deutschlands und später europaweit ausdehnen.

Die Verbindung mit traditionellen Industrienamen zeigt die Ähnlichkeiten der Unternehmensgeschichte.

Der Sitz der MRL ist Ratingen bei Düsseldorf. Als ursprüngliches Zentrallager der Mannesmannröhren-Werke AG wurde die Gesellschaft 2003 – die Mannesmannröhren-Werke waren mittlerweile Teil der Salzgitter – verkauft. Hauptgesellschafter waren bisher InduSer GmbH & Co. KG, Vallourec & Mannesmann Tubes und die Hüttenwerke Krupp Mannesmann (HKM). Rund 70% der Umsätze werden nach wie vor mit den Unternehmen der HKM und der Vallourec-Mannesmann-Gruppe getätigt. Vor diesem Hintergrund ist MRL bisher überwiegend im Nordrhein-Westfalen sowie in Belgien und Frankreich präsent. Sowohl HKM als auch Vallourec & Mannesmann Tubes werden neben HPI weiterhin Gesellschafter der MRL bleiben.

Mannesmannröhren Logistic konzentriert sich auf rasche Versorgungsprozesse für C-Teile, das heißt indirekte Materialien, angefangen beim Arbeitsschutz bis hin zu Werkzeugen und Büromaterial. Über ein E-Procurement-System bietet das Unternehmen Artikel aus etwa 200 Warengruppen und arbeitet mit knapp 800 Lieferanten zusammen. Pro Jahr wickelt Mannesmannröhren Logistic rund 350.000 Aufträge ab; sowohl für seine größten Kunden, die beteiligten Vallourec & Mannesmann Tubes und die Hüttenwerke Krupp Mannesmann; aber auch speziell für mittelständische Unternehmen; zuletzt wurde im Q3/2010 Hitachi als neuer Kunde gewonnen.

Eine Vision nimmt Gestalt an.

Das Management von HPI verfolgt die klare Zielsetzung, das Unternehmen in den kommenden Jahren als einen führenden Einkaufs- und Prozessdienstleister in Europa zu positionieren. Ein wesentlicher Ansatzpunkt ist dabei die Skalierung des Geschäftsmodells, und zwar sowohl angebotsseitig in Form von organisatorischen Vorteilen durch die Nutzung von Skills und Technologien sowie eine verbesserte Verhandlungsposition im Einkauf als auch nachfrageseitig, indem etwa durch eine zunehmende Zahl an Kunden der Anreiz für Nicht-Kunden steigt, dem Netzwerk beizutreten.

Durch die Übernahme der Mannesmannröhren Logistic ist aus unserer Sicht nicht nur ein weiterer Schritt in Richtung Größe und dem Erscheinungsbild eines europäischen Players gelungen, sondern sie zeigt auch, dass die Gravitations-

Auf dem Weg HPI in den kommenden Jahren als einen führenden Einkaufs- und Prozessdienstleister in Europa zu positionieren, verfolgt das Management gezielt Skalierungsmöglichkeiten.

kräfte des Netzwerkes bereits Wirkung zeigen, indem andere Einkaufsdienstleister sich in den Konzern einbinden.

Die Finanzierung des Kaufpreises erfolgt durch eine Mischung aus Fremdkapital und Earn-Out.

Die Höhe des Kaufpreises wurde nicht bekannt gegeben. Legt man die bisherigen Kaufpreismultiplikatoren zugrunde, dürfte der Kaufpreis bei gut EUR 2,0 Mio. gelegen haben. Die Kaufpreisfinanzierung erfolgt über eine Mischung aus Fremdkapital und einer Earn-Out-Komponente, die vermutlich sogar den größeren Anteil am gesamten Kaufpreis ausgemacht haben dürfte. Dies steht im Einklang mit der bisherigen Strategie des Managements, die den mit dem externen Wachstum der Gesellschaft verbundenen Risiken durch eine Einbindung der bisherigen Geschäftsführer und deren Incentivierung begegnet.

In seiner neuen Guidance bleibt der Vorstand der HPI konservativ.

Im Zuge der Bekanntgabe der Übernahme hat der Vorstand die Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2011 angehoben. Demnach sollen die Umsätze 2011e auf rund EUR 70,0 Mio. (bisher EUR 50,0 Mio.), das EBIT auf mindestens EUR 1,6 Mio. (bisher EUR 1,3 Mio.) und das Nettoergebnis auf rund EUR 1,2 Mio. (EPS 0,21) gegenüber bisher EUR 0,92 Mio. (EPS 0,16) ansteigen.

Wir heben unsere Schätzungen an.

Wir sind in unseren Schätzungen etwas optimistischer als das Management und erwarten im laufenden Jahr einen Anstieg des Konzernumsatzes auf EUR 72,7 Mio. und ein EBIT in Höhe von EUR 1,8 Mio. Das Nettoergebnis dürfte nach unseren Schätzungen 2011e auf EUR 1,2 Mio. steigen, was einem EPS von EUR 0,21 entspricht.

Anhebung unseres Kursziels auf EUR 4,50 von EUR 4,15

Unseren Schätzungen zufolge wird sich die Übernahme der MRL unmittelbar auf das aus einer Peergroup abgeleitete Kursziel aus. Eine Peergroup-Bewertung auf Basis des KGV zeigt, dass HPI auf Basis unserer 2012er EPS-Schätzungen ein Kurspotenzial von 143% aufweist. HPI wird auf der Basis unserer EPS-Schätzungen für 2011e und 2012e mit einem KGV von 8,7x bzw. von 6,4x gehandelt. Aus dem Peergroup-Vergleich ergeben sich demgegenüber KGV-Multiplikatoren von 15,5x (auf Basis des Median 2012e). Durchgerechnet auf HPI ergibt sich damit ein Kursziel von EUR 4,50 je Aktie.

PEERGROUP ÜBERBLICK

	KGV	
	2011e	2012e
Ariba	43,5x	33,7x
KROMI Logistik	46,3x	17,3x
GENPACT	18,1x	15,9x
HCL Technologies	20,5x	15,2x
WNS	9,9x	8,7x
Xchanging	7,9x	6,9x
Mittelwert	24,3x	16,3x
Median	19,3x	15,5x
HPI	8,7x	6,4x

QUELLE: ONVISTA, UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung

		2009	2010e	2011e	2012e
Umsatzerlöse	kEUR	14.995,0	30.339,3	72.666,7	83.316,0
YoY	%	n/a	102,3%	139,5%	14,7%
Herstellungskosten	kEUR	-10.665,0	-17.259,3	-51.699,4	-59.437,4
In % Konzernumsatz	%	-71,1%	-56,9%	-71,1%	-71,3%
Bruttoergebnis	kEUR	4.330,0	13.080,0	20.967,3	23.878,6
In % Konzernumsatz	%	28,9%	43,1%	28,9%	28,7%
Sonstige betriebliche Erträge	kEUR	1.478,0	733,0	703,5	0,0
Selbst erstellte immaterielle Vermögenswerte	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	kEUR	-3.812,0	-7.686,0	-13.920,3	-15.162,3
In % Konzernumsatz	%	-25,4%	-25,3%	-19,2%	-18,2%
Verwaltungskosten	kEUR	-2.120,0	-5.109,0	-5.000,0	-5.150,0
In % Konzernumsatz	%	-14,1%	-16,8%	-6,9%	-6,2%
EBITDA	kEUR	546,0	505,0	1.853,7	2.577,4
EBITDA-Marge	%	3,6%	1,7%	2,6%	3,1%
Abschreibungen	kEUR	-670,0	-35,0	-36,1	-37,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	kEUR	0,0	-548,0	-932,8	-1.026,1
In % Konzernumsatz	%	0,0%	-1,8%	-1,3%	-1,2%
Betriebsergebnis (EBIT)	kEUR	-124,0	470,0	1.817,7	2.540,3
EBIT-Marge	%	-0,8%	1,5%	2,5%	3,0%
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	kEUR	315,0	381,0	250,0	150,0
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	kEUR	-398,0	-601,0	-572,5	-520,0
Nettozinsergebnis	kEUR	-83,0	-220,0	-322,5	-370,0
Ergebnis vor Ertragssteuern (EBT)	kEUR	-207,0	250,0	1.495,2	2.170,3
EBT-Marge	%	-1,4%	0,8%	2,1%	2,6%
Ertragssteuern	kEUR	174,0	0,0	-138,2	-304,0
In % Steuerquote	%	-84,1%	0,0%	-9,2%	-14,0%
Ergebnis vor Anteilen Dritter	kEUR	-33,0	250,0	1.356,9	1.866,2
Anteile Dritter	kEUR	0,0	-5,0	-157,8	-246,2
Konzernergebnis	kEUR	-33,0	245,0	1.199,1	1.620,0
Netto-Marge		-0,2%	0,8%	1,7%	1,9%
Anzahl der Aktien	k	5.551,5	5.636,6	5.636,6	5.636,6
Ergebnis je Aktie	EUR	-0,01	0,04	0,21	0,29

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung (Quartale)

		2010e	H1/11e	H2/2011e	2011e
Umsatzerlöse	kEUR	30.339,3	31.296,7	41.370,0	72.666,7
YoY	%	102,3%	184,0%	264,8%	139,5%
Herstellungskosten	kEUR	-17.259,3	-21.317,5	-30.381,9	-51.699,4
In % Konzernumsatz	%	-56,9%	-68,1%	-73,4%	-71,1%
Bruttoergebnis	kEUR	13.080,0	9.979,2	10.988,1	20.967,3
In % Konzernumsatz	%	43,1%	31,9%	26,6%	28,9%
Sonstige betriebliche Erträge	kEUR	733,0	350,0	353,5	703,5
Selbst erstellte immaterielle Vermögenswerte	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	kEUR	-7.686,0	-6.600,0	-7.320,3	-13.920,3
In % Konzernumsatz	%	-25,3%	-21,1%	-17,7%	-19,2%
Verwaltungskosten	kEUR	-5.109,0	-2.500,0	-2.500,0	-5.000,0
In % Konzernumsatz	%	-16,8%	-8,0%	-6,0%	-6,9%
EBITDA	kEUR	505,0	831,8	1.021,9	1.853,7
EBITDA-Marge	%	1,7%	2,7%	2,5%	2,6%
Abschreibungen	kEUR	-35,0	-22,7	-13,4	-36,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	kEUR	-548,0	-420,0	-512,8	-932,8
In % Konzernumsatz	%	-1,8%	-1,3%	-1,2%	-1,3%
Betriebsergebnis (EBIT)	kEUR	470,0	809,2	1.008,5	1.817,7
EBIT-Marge	%	1,5%	2,6%	2,4%	2,5%
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	kEUR	381,0	125,0	125,0	250,0
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	kEUR	-601,0	-287,5	-285,0	-572,5
Nettozinsergebnis	kEUR	-220,0	-162,5	-160,0	-322,5
Ergebnis vor Ertragssteuern (EBT)	kEUR	250,0	646,7	848,5	1.495,2
EBT-Marge	%	0,8%	2,1%	2,1%	2,1%
Ertragssteuern	kEUR	0,0	-53,5	-84,7	-138,2
In % Steuerquote	%	0,0%	-8,3%	-10,0%	-9,2%
Ergebnis vor Anteilen Dritter	kEUR	250,0	593,1	763,8	1.356,9
Anteile Dritter	kEUR	-5,0	-39,4	-118,3	-157,8
Konzernergebnis	kEUR	245,0	553,7	645,5	1.199,1
Netto-Marge		0,8%	1,8%	1,6%	1,7%
Anzahl der Aktien	k	5.636,6	5.636,6	5.636,6	5.636,6
Ergebnis je Aktie	EUR	0,04	0,10	0,11	0,21
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL					

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Studie wurde erstellt durch die



Großhesseloher Straße 15c - 81479 München - Deutschland - Telefon +49 (89) 7444 3558 Fax +49 (89) 7444 3445

Disclaimer

Diese Studie wurde von der Sphene Capital GmbH erstellt und ist in der Bundesrepublik Deutschland nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf eigene Rechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Diese Studie ist ausschließlich für den Gebrauch ihrer Empfänger bestimmt. Sie darf ohne schriftliche Zustimmung der Sphene Capital GmbH weder gänzlich noch teilweise vervielfältigt, noch an Dritte weiter gegeben werden. Diese Studie dient lediglich Informationszwecken und wird auf vertraulicher Basis übermittelt. Die in dieser Studie behandelten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Investoren nicht geeignet sein, abhängig von dem jeweiligen Anlageziel und geplanten Anlagezeitraum oder der jeweiligen Finanzlage. Diese Studie kann eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte kontaktieren Sie den Investmentberater Ihrer Bank.

Diese Studie darf in anderen Rechtsordnungen nur im Einklang mit dem dort geltenden Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Studie gelangen, sollten sich über die jeweils geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Studie oder eine Kopie von ihr darf im Vereinigten Königreich nur an folgende Empfänger verteilt werden: (a) Personen, die über berufliche Erfahrung in Anlagedingen verfügen, die unter Artikel 19(1) der „Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001“ (Verordnung über die Werbung für Finanzprodukte von 2001 im Rahmen des Gesetzes über Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte von 2000) (die „Verordnung“) fallen, oder (b) Unternehmen mit umfangreichem Vermögen, die unter Artikel 49(2)(A) bis (D) der Verordnung fallen, sowie sonstige Personen, an die das Dokument gemäß Artikel 49(1) der Verordnung rechtmäßig übermittelt werden darf (alle diese Personen werden zusammen als „Relevante Personen“ bezeichnet). Jede Person, bei der es sich nicht um eine Relevante Person handelt, sollte diese Studie und dessen Inhalt nicht als Informations- oder Handlungsbasis betrachten.

Diese Studie stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Finanzinstruments des analysierten Unternehmens oder zum Abschluss eines Beratungsvertrags dar. Weder diese Studie noch irgendwelche Bestandteile darin bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitiger Verpflichtungen irgendeiner Art. Sphene Capital GmbH und mit ihr verbundene Unternehmen lehnen jegliche Haftung für Schäden im Zusammenhang mit der Veröffentlichung und/oder Verwendung dieser Studie oder ihrer Inhalte ab. Weder Sphene Capital GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen geben eine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit und Richtigkeit der in dieser Studie enthaltenen Informationen ab. Eine unabhängige Überprüfung der verwendeten Informationen wurde nicht vorgenommen. Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen sind diejenigen des Verfassers dieser Studie, die im Zusammenhang mit seiner Research-Tätigkeit abgegeben werden. Sie entsprechen dem Stand der Erstellung dieser Studie und können sich aufgrund künftiger Ereignisse und Entwicklungen ändern. Weder der Sphene Capital GmbH noch einem mit der Sphene Capital GmbH verbundenen Unternehmen können solche Aussagen automatisch zugerechnet werden. **Sphene Capital GmbH behält sich das Recht vor, in dieser Studie geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu widerrufen oder zu ändern.** Sphene Capital GmbH hat möglicherweise Studien veröffentlicht, die im Hinblick auf in dieser Studie enthaltene Informationen zu anderen Ergebnissen kommen. Diese Studien können die unterschiedlichen Annahmen und Herangehensweisen ihrer Verfasser reflektieren. Aussagen der Vergangenheit dürfen nicht als Indiz oder Garantie für nachfolgende Aussagen angesehen werden. Vielmehr werden hinsichtlich zukünftiger Aussagen weder explizit noch implizit Zusicherungen oder Garantien abgegeben.

Diese Studie wird per Email und/oder per Post an professionelle Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.

Bei den in dieser Studie genannten Aktienkursen handelt es sich um die XETRA-Schlusskurse oder, wenn ein XETRA-Kurs nicht existiert, um den Kurs der jeweiligen nationalen Börse, des dem Tag der Studie vorangehenden Handelstages.

Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Buy: Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

Hold: Wir rechnen mit einer Out-/ Underperformance zur Benchmark DAX um maximal 10%.

Sell: Wir rechnen mit einem Rückgang des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

Angaben zu möglichen Interessenkonflikten gemäß § 34b Abs. 1 Nr. 2 WpHG und Finanzanalyseverordnung

Gemäß § 34b Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung besteht u. a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen

- ★ an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine Beteiligung von mehr als 5% hält,
- ★ in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem Konsortium war, das die Wertpapiere des analysierten Unternehmens übernommen hat,
- ★ die Wertpapiere des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages betreut,
- ★ in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages Investmentbanking-Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging,
- ★ mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen hat,
- ★ und mit diesem verbundene Unternehmen regelmäßig Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate handeln,
- ★ oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Sphene Capital GmbH verwendet die folgenden Keys:

Key 1: Das analysierte Unternehmen hat für die Erstellung dieser Studie aktiv Informationen bereitgestellt.

Key 2: Diese Studie wurde vor Verteilung dem analysierten Unternehmen zugeleitet und im Anschluss daran wurden Änderungen vorgenommen. Dem analysierten Unternehmen wurde dabei kein Research-Bericht oder -Entwurf zugeleitet, der bereits eine Anlageempfehlung oder ein Kursziel enthielt.

Key 3: Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Sphene Capital GmbH und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.

Key 4: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.

Key 5: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Aktien des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.

Key 6: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.

Key 7: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie war innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.

Key 8: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung dieser Studie getroffen.

Key 9: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisionseinnahmen beteiligt.

Key 10: Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.

Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):

Datum:	Kursziel:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
18.02.2011	EUR 4,15	Buy	1, 2, 8
23.02.2011	EUR 4,15	Buy	1, 2, 8
06.04.2011	EUR 4,50	Buy	1, 2, 8

Ein Überblick über die Anlageempfehlungen der Sphene Capital GmbH ist abrufbar unter <http://www.sphene-capital.de>

Es besteht eine Vereinbarung zwischen der Sphene Capital GmbH und der Süddeutsche Aktienbank AG über die Erstellung dieser Analyse. Mögliche Interessenkonflikte der Süddeutsche Aktienbank AG wurden der Sphene Capital GmbH wie folgt mitgeteilt:

- Key 11:** Das analysierte Unternehmen hat für die Erstellung dieser Studie aktiv Informationen bereitgestellt.
- Key 12:** Diese Studie wurde vor Verteilung dem analysierten Unternehmen zugeleitet und im Anschluss daran wurden Änderungen vorgenommen. Dem analysierten Unternehmen wurde dabei kein Research-Bericht oder -Entwurf zugeleitet, der bereits eine Anlageempfehlung oder ein Kursziel enthielt.
- Key 13:** Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Süddeutsche Aktienbank AG und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.
- Key 14:** Süddeutsche Aktienbank AG und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.
- Key 15:** Süddeutsche Aktienbank AG und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Aktien des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.
- Key 16:** Süddeutsche Aktienbank AG und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung dieser Studie getroffen.
- Key 17:** Ein Mitglied der Süddeutsche Aktienbank AG und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.
- Key 18:** Süddeutsche Aktienbank AG und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.
- Key 19:** Süddeutsche Aktienbank AG und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen war innerhalb der vergangenen 12 Monate Lead Manager oder Co-Lead Manager des öffentlichen Angebotes von Aktien des analysierten Unternehmens und hat in dieser Aufgabe Wertpapiere des Unternehmens übernommen.
- Key 20:** Süddeutsche Aktienbank AG und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie war innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- Key 21:** Süddeutsche Aktienbank AG und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisionseinnahmen beteiligt.
- Key 22:** Süddeutsche Aktienbank AG und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen handelt regelmäßig mit Aktien des analysierten oder eines mit diesem verbundenen Unternehmens.

Interessenkonflikte (Key-Angaben) der Süddeutsche Aktienbank AG: 11,12,16,18,20,21,22

- Die Süddeutsche Aktienbank AG betreut den Emittenten als Designated Sponsor durch das Stellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen an einem Markt für Finanzinstrumente, die Gegenstand dieses Dokuments sind und hält bzw. wird Wertpapiere, die Gegenstand dieses Dokuments sind, im Handelsbestand halten.
- Die Süddeutsche Aktienbank AG hat Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden bzw. angemessen zu behandeln. Insbesondere wurden institutsinterne Informationsschranken geschaffen, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenkonflikte für die Bank begründen könnten. Die Süddeutsche Aktienbank AG führt zudem ein Insiderverzeichnis gemäß § 15b WpHG für Personen, die für sie tätig sind und bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen haben. Diese Verzeichnisse werden auf Anfragen der BaFin übermittelt. Mitarbeiter mit besonderer Funktion und Zugang zu Insiderinformationen haben alle Geschäfte in Wertpapieren der Compliance-Stelle offenzulegen. Ferner wird eine laufende Überwachung der Einhaltung weiterer gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle der Süddeutschen Aktienbank AG durchgeführt und sich in diesem Zusammenhang eine Beschränkung von Mitarbeitergeschäften in Wertpapieren vorbehalten.
- Die Vergütung der Analysten dieses Dokuments ist nicht von Investmentbanking-Geschäften der Süddeutschen Aktienbank AG oder ihren verbundenen Unternehmen abhängig. Die Analysten haben zu keinem Zeitpunkt Anteile des Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind, vor deren Emission erhalten oder erworben. Die auf der Titelseite dieses Dokuments aufgeführten Analysten erklären, dass die dargestellten Meinungen und Aussagen ihre eigene persönliche Einschätzung bezüglich der analysierten Finanzinstrumente des Emittenten widerspiegeln und ihre Vergütung weder direkt noch indirekt von ihren Einschätzungen zu den Finanzinstrumenten des Emittenten abhängen.

Süddeutsche Aktienbank AG	Amtsgericht Stuttgart, HRB 720397
Kronenstraße 30	Vorstand:
70174 Stuttgart	Wolfgang Rück
Telefon: +49 (0)711 229315-0	Hartwig Traber
Telefax: +49 (0)711 229315-65	Volker Wild
E-Mail: info@sab-bank.com	Vorsitzender des Aufsichtsrats:
Internet: http://www.sab-bank.com	Dr. Eberhard Weiershäuser

Erklärungen gemäß § 34b Abs. 1 Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung:**Informationsquellen**

Die Studie basiert auf Informationen, die aus sorgfältig ausgewählten öffentlich zugänglichen Quellen stammen, insbesondere von Finanzdatenangebern, den Veröffentlichungen des analysierten Unternehmens und anderen öffentlich zugänglichen Medien.

Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

Für die Erstellung der Studie wurden unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Aktienanalyse, quantitative statistische Methoden und Modelle, sowie Verfahrensweisen der technischen Analyse verwendet (inter alia historische Bewertungsansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder Sum-Of-The-Parts-Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle, der Economic-Profit-Ansatz, Multiplikatoren Modelle oder Peergroup-Vergleiche). Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Währungen, Zinsen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen und politische Entwicklungen die Bewertungen von Unternehmen.

Gewählte Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich auch auf den einzelnen Modellen basierende Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf Monaten ausgerichteten Anlageempfehlungen können ebenfalls Marktbedingungen unterworfen sein und stellen deshalb eine Momentaufnahme dar. Die erwarteten Kursentwicklungen können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

Erklärung des Erstellers dieser Studie

Die Vergütung des Erstellers dieser Studie hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen, die in dieser Studie geäußert werden, zusammen.