

## HPI AG

### Stärken und Chancen

- **Schlüssige Wachstumsstrategie:** Durch synergetische Akquisitionen hat HPI sein Dienstleistungsangebot für große Konzerne stark erweitert. Damit ist das Ziel, die Beschaffung sämtlicher Standard- und Nebenprodukte aus einer Hand anzubieten, in greifbare Nähe gerückt.
- **Online-Warenhaus der Industrie:** Ein großer Teil des Beschaffungsvolumens wird über Onlineplattformen von Tochtergesellschaften abgewickelt. Steigende Erlöse versprechen ein überproportionales Margenwachstum.
- **Turnaround vollzogen:** Nach einem Nettogewinn von 0,25 Mio. Euro in 2010 – trotz außerordentlicher Kostenbelastungen durch eine Fusion und zwei Übernahmen – scheint nun ein Gewinnsprung auf 1,5 Mio. Euro möglich. Auf dieser Basis bietet die Aktie aktuell ein Potenzial von 122 Prozent.

### Schwächen und Risiken

- **Zukäufe:** Der ambitionierte Akquisitionskurs stellt hohe Anforderung an das Integrationsmanagement.
- **Volatilität:** Der historische Kerngeschäft Chip-Brokerage ist relativ konjunktursensibel, durch eine Diversifikation in andere Bereiche wurde dieses Risiko allerdings mittlerweile abgeschwächt.

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2009	2010	2011e	2012e		
Umsatz (Mio. Euro)	10,7	30,3	75,0	86,3	CAGR Umsatz 09-12 (e)	100,8%
Umsatzwachstum	-26,0%	184,2%	147,5%	15,0%	CAGR EBIT 09-12 (e)	203,7%
EBIT (Mio. Euro)	0,1	0,5	2,0	2,8	CAGR EpS 09-12 (e)	-
EBIT-Marge	0,9%	1,6%	2,7%	3,2%		
EpS	-0,12	0,14	0,21	0,28	Enterprise Value (Mio. Euro)	14,9
Dividende je Aktie	-	-	-	-	Buchwert (Mio. Euro)	5,8
KUV	1,36	0,48	0,19	0,17	EV / Umsatz 11 (e)	0,2
KGV	-	14,4	9,7	7,2	EV / EBIT 11 (e)	7,5
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	Kurs / Buchwert	2,5

## Kaufen (Ersteinschätzung)

**Kursziel** **4,44 Euro**  
**Aktueller Kurs** **2,00 Euro (Xetra)**



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	2,40	2,40	2,63
Tief (Euro)	1,89	1,50	0,35
Performance	-13,79%	+8,11%	+309,8%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	36.302	19.081	19.137

### Stammdaten

ISIN / WKN	DE000A0JCY37 / A0JCY3
Branche	Outsourcing-Dienste
Sitz der Gesellschaft	München
Internet	www.hpi-ag.com
Ausstehende Aktien	7,25 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Juni 1998
Marktsegment	Open Market
Marktkapitalisierung	14,5 Mio. Euro
Free Float	17,05 %
Rechnungslegung	HGB

## Unternehmensprofil

### *Fusion von ce Global Sourcing und HPI*

Die historischen Wurzeln der HPI AG liegen in der 1976 gegründeten ce Consumer Electronic GmbH, die sich auf das globale Chip-Brokerage-Geschäft fokussiert hatte. Nach der Übernahme der erheblich größeren US-Gesellschaft SND im Jahr 1999 hatte der Konzern in der ersten Hälfte der letzten Dekade mit sinkenden Margen auf dem amerikanischen Markt zu kämpfen. Unter der neuen Führung des heutigen Alleinvorstands Michael Negel, der zuvor den Europa-Vertrieb geleitet hatte, wurde Ende 2005 schließlich der Verkauf von SND beschlossen und das Unternehmen bilanziell saniert. Die damit eingeleitete Neupositionierung mündete im letzten Jahr in einer Fusion mit der Hoechst Procurement International (HPI) GmbH, der früheren gemeinsamen Einkaufsgesellschaft von Hoechst und deren Tochterunternehmen. Seitdem firmiert die gesamte Gruppe unter dem heutigen Namen.

### *Breites Leistungsspektrum*

Die Dienstleistungspalette des Konzerns hat sich mit der Neupositionierung sowie dem Zusammenschluss deutlich erweitert. Heute bietet HPI seinen Kunden nicht nur das Brokerage, also das kurzfristige Bestandsmanagement von Produkten, an, sondern übernimmt in zahlreichen Bereichen bei Bedarf auch den gesamten Einkaufsprozess. Besondere Stärken hat die Gruppe aufgrund ihrer Historie dabei vor allem auf den Gebieten Elektronik-Bauteile (ce) und Chemie / Pharma bzw. medizinische Technik (HPI). Aktiv ist die Gesellschaft darüber hinaus auch in der Beschaffung von industriellen Ge- und Verbrauchsgütern (sog. C-Teile) sowie von Produktionstechnik, Software und mechanischer Technik sowie IT-Netzwerkprodukte (siehe folgende Grafik).

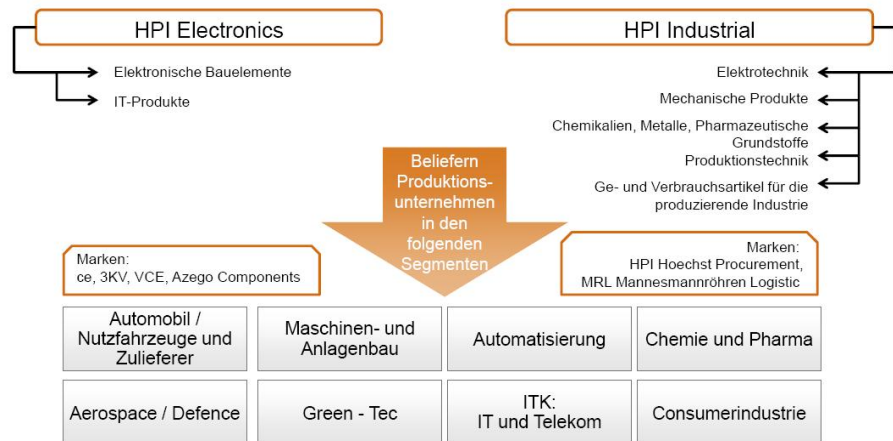
<p><b>C-Teile für Produktionsbetriebe</b> z.B.:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Werkzeuge und Schleifmittel</li> <li>• Farben, Lacke, Schmierstoffe, Öle</li> <li>• Büro- und EDV-Bedarf</li> <li>• u.v.a.</li> </ul>	<p><b>Software</b> z.B.:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Europavertretung für Softwareplattform</li> <li>• elektronische Bauelemente</li> <li>• Schadstoffüberwachung</li> <li>• Lifecycleüberwachung</li> <li>• Schaltungsentwicklung</li> <li>• u.v.a.</li> </ul>	<p><b>Chemikalien &amp; Pharmagrundstoffe</b> z.B.:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Anorganische Chemikalien</li> <li>• Industriegase</li> <li>• Polymere (Dispersionen, Harze, Plastik)</li> <li>• u.v.a.</li> </ul>
<p><b>Mechanische Technik</b> z.B.:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Pumpen</li> <li>• Armaturen / Ventile</li> <li>• u.v.a.</li> </ul>	<p><b>Produktionstechnik</b> z.B.:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Maschinen: Abfüllung, Prozessleittechnik, Laborautomation</li> <li>• Kompressoren</li> <li>• u.v.a.</li> </ul>	<p><b>Elektronik / IT</b> z.B.:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Elektronische Bauelemente</li> <li>• Solarzellen</li> <li>• IT-Produkte und Geräte</li> <li>• u.v.a.</li> </ul>

Quelle: Unternehmen

### *Internationales Netzwerk*

Derzeit betreut das Unternehmen mit 170 Mitarbeitern rund 800 Kunden und ein kumuliertes Einkaufsvolumen von mehr als 4 Mrd. Euro (Spend under

Control, SUC). Zu den Top-Adressen aus der Kundenkartei zählen beispielsweise Hilti, Bosch, ABB, Daimler, Sanofi Aventis und Celanese. Basis des Kerngeschäfts ist neben dem in zweieinhalb Jahrzehnten gewonnenen Know-how vor allem ein breit gefächertes internationales Netzwerk und die örtliche Nähe zu den Standorten der wichtigsten Lieferanten und Abnehmer. So verfügt HPI über 21 Standorte in zehn Ländern, die meisten davon in Europa und Südostasien, aber auch in den USA und Kanada ist die Gruppe vertreten. Die verschiedenen Aktivitäten wurden dabei in den beiden Zwischenholdings HPI Electronics und HPI Industrial gebündelt (siehe folgende Grafik), wobei insgesamt fünf Bereichsleiter – je zwei in den beiden Töchtern und einer für Financials – die operativen Geschäfte steuern.



Quelle: Unternehmen

## Markt und Strategie

### Markt profitiert von Mega-Trend

Nach einer kurzen Delle während der Finanzkrise setzt sich der Trend der letzten beiden Dekaden, in denen der Welthandel deutlich stärker zugenommen hat als das globale BIP, aktuell weiter fort. Der damit einhergehende fortschreitende Integrationsprozess verschärft den Druck auf die Unternehmen aus den Industrieländern, die zunehmend mit stark expandierenden Wettbewerbern aus den Emerging Markets konfrontiert werden. Eine probate Strategie zur Kompensation der Kostenvorteile der Anbieter aus Niedriglohnländern stellt die Konzentration auf die Kernkompetenz und das Outsourcing nicht strategischer Aktivitäten dar.

### Hohe Wachstumsdynamik

Dementsprechend verzeichnet der Markt für Outsourcingdienste seit Jahren kontinuierlich Zuwächse. Im letzten Jahr erhöhte sich der Branchenumsatz um 2 Prozent auf 93,1 Mrd. US-Dollar, in den letzten fünf Jahren betrug das CAGR sogar 5,1 Prozent. Rund 73 Prozent des gesamten Marktvolumens entfallen da-

bei auf die Auslagerung der IT, der Rest hingegen wird mit dem Business Process Outsourcing (BPO) umgesetzt. In diesem Bereich war die Dynamik seit 2006 mit einer durchschnittlichen jährlichen Zuwachsrate von 10,9 Prozent sogar noch höher als im Gesamtmarkt (Quelle: TPI). Das für HPI relevante BPO-Teilsegment „Procurement“ (Beschaffungswesen) wird in Europa auf etwa 1 Mrd. Euro geschätzt und zählt zu den wachstumsstärksten Bereichen im Outsourcinggeschäft.



Nur Kontrakte mit einem Vertragswert von mehr als 25 Mio. USD berücksichtigt; Quelle: TPI

### *Know-how und Unabhängigkeit*

HPI sieht sich hier mit sehr namhaften und kapitalstarken Konkurrenten konfrontiert. Zu den führenden Anbietern im BPO-Procurement-Markt zählen beispielsweise Accenture, IBM und ICG Commerce. Von diesen Wettbewerbern differenziert sich das Unternehmen einerseits durch die Konzentration auf Spezialprodukte, für die spezifisches Know-how erforderlich ist, das HPI bzw. die Konzerntöchter im Laufe der Jahre aufgebaut haben und das eine beträchtliche Zugangsschranke für eventuelle Newcomer darstellt. Darüber hinaus werden aber auch Standardprodukte abgedeckt, für die mit Hilfe von unternehmenseigenen elektronischen Handelsplattformen die Nachfrage zahlreicher Kunden gebündelt wird, um damit bessere Konditionen zu ermöglichen. Als wichtige Stärke sieht die Gesellschaft dabei ihre Unabhängigkeit: Da HPI an keinen Hersteller und keine Einkaufsplattform fest resp. exklusiv gebunden ist, kann im Kundeninteresse frei disponiert werden.

### *Aktive Akquisitionsstrategie*

Trotzdem stellt die Größe der SUC einen wichtigen Erfolgsfaktor im Markt dar. Denn mit steigenden Volumina nehmen die Transaktionskosten nur unterproportional zu, wodurch die Stückkosten für die Kunden gesenkt werden können.

Das wiederum fördert die Nachfrage – ein Prozess, den Vorstand Negel als „Wachstumsspirale“ bezeichnet. Nach der Fusion von ce Global Sourcing und HPI hat der Konzern zwar die kritische Größe überschritten, um das Kerngeschäft profitabel zu betreiben. Nun gilt es aber durch schnelles Wachstum zügig weitere Skaleneffekte zu realisieren. Zu diesem Zweck verfolgt der Vorstand eine aktive Akquisitionsstrategie, mit der die Kompetenz in den abgedeckten Marktsegmenten weiter gestärkt und neue Bereiche erschlossen werden sollen.

**Online-Warenhaus für die Industrie**

Aufgrund der Möglichkeit zum Cross-Selling übt die Ausweitung der Angebotspalette durch Zukäufe potenziell einen überproportionalen Hebel auf Umsatz und Ergebnis aus. Gerade weil es sich bei den Kunden vielfach um Großkonzerne handelt, die über die HPI Online-Einkaufsplattformen bestellen, besteht mit dem Zukauf von Spezialisten für neue Produktbereiche die Chance, die Geschäftsbeziehungen auf weitere Bereiche auszudehnen und somit die Partizipation am gesamten Einkaufsvolumen der Kunden zu erhöhen. Ziel von HPI ist die Positionierung als ein Online-Warenhaus für die Industrie, das den Unternehmen all jene Beschaffungsprozesse abnimmt, die nicht zu dem strategischen Kerngeschäft zählen.

**Geschäftsentwicklung**

**Ehemaligen Konkurrenten übernommen**

Die zu diesem Zweck initiierte Akquisitionsphase (siehe nachstehende Tabelle) startete nach dem Abschluss der Fusion im Herbst letzten Jahres mit der Übernahme der im Jahr 2008 aus der insolventen Azego AG herausgelösten Azego Components AG. Die früher unter dem Namen ACG bekannte Gesellschaft gehörte zwischenzeitlich zu den größten Konkurrenten von ce consumer in Deutschland, hatte dann aber mit erheblichen wirtschaftlichen Problemen zu kämpfen. Nach einer Restrukturierung erfolgte eine Refokussierung auf eine Nische, die Vermarktung von bereits abgeschriebenen Lagerbeständen von Herstellern von Elektronikprodukten, aufgrund von Altlasten konnte der Zusammenbruch aber doch nicht mehr vermieden werden. Unter dem Dach von HPI besteht nun aber die Chance, das Geschäft profitabel zu betreiben.

Datum	Name	Anteil	Schwerpunkt	Umsatz
<b>April 2011</b>	MRL Mannesmannröhren Logistic (MRL)	50,1 %	Industrieteile	22,0
<b>Dezember 2010</b>	3KV	100,0 %	IT-Produkte	21,0
<b>September 2010</b>	Azego Components	100,0 %	Elektronik	1,8

*Umsatzangaben in Mio. Euro; Quelle: Unternehmen*

**IT-Beschaffung gestärkt**

Angesichts eines Umsatzes von zuletzt 1,8 Mio. Euro zählte der ausschließlich mit Aktien bezahlte Azego-Kauf für HPI aber eher zu den kleinen Transaktionen

– ganz im Gegensatz zur Akquisition von 3KV im Dezember 2010. Mit einem Jahresumsatz von 21 Mio. Euro war der vollständig übernommene Einkaufsdienstleister für IT-Produkte nur etwa ein Drittel kleiner als HPI selbst. Mit der Fokussierung auf Netzwerk- und Security-Produkte erzielt die neue Tochter zudem eine EBIT-Marge von 2 bis 3 Prozent und wird damit voraussichtlich einen deutlich positiven Effekt auf den Konzerngewinn ausüben. Abgesichert wird der Deal durch den Eintritt des 3KV-Firmengründers Falk Raudies in die Leitungsgremien von HPI, künftig fungiert er als Geschäftsbereichsleiter „IT-Einkaufsdienstleistungen“.

### *Zukauf für die Sparte Industrieteile*

Die Transaktion wurde mit Fremdkapital, Aktien und einem Earnout-Modell finanziert, ebenso wie bei Azego musste also nicht auf die verfügbaren Eigenmittel zurückgegriffen werden. Diese für das Unternehmen liquiditätsschonende Variante gelang Vorstand Negel auch bei einer weiteren großen Transaktion, dem Kauf von 50,1 Prozent der Anteile an der Mannesmannröhren Logistic GmbH (MRL) (hier sogar ohne Einsatz eigener Aktien). Die neue Mehrheitsbeteiligung betreibt eine elektronische Einkaufsplattform, über die rund 250.000 Industrie-Teile – nicht erfolgskritische B- und C-Teile – bezogen werden können, sowie ein Logistikzentrum in der Nähe von Düsseldorf. Ergänzt wird dieses Kerngeschäft durch umfassende Outsourcingdienste für das Beschaffungsmanagement. Insgesamt erwirtschaftete MRL zuletzt einen Umsatz von 22 Mio. Euro und ein EBIT von 900 Tsd. Euro. Mit der Übernahme stößt die HPI-Sparte Industrieteile, die künftig gemeinsam vom langjährigen MRL-Geschäftsführer Dr. Adrian Seeger – der in der Branche einen hervorragenden Ruf genießt – und HPI GmbH-Geschäftsführer Arnd Petmecky geleitet wird, in eine neue Dimensionen vor.

### *Prognose übertroffen*

Da die erste große Transaktion, die Übernahme von 3KV, erst im Dezember durchgeführt wurde, sind in den Zahlen für 2010 noch keine größeren Auswirkungen der Akquisition sichtbar. Nachdem der Als-ob-Umsatz des fusionierten Konzerns im Jahr 2009 bei 28 Mio. Euro lag, wurden in der letzten Periode 30,3 Mio. Euro Erlöst. Die zwischenzeitlich von 0,3 auf 0,45 Mio. Euro erhöhte EBIT-Prognose konnte dabei mit 0,47 Mio. Euro leicht übertroffen werden. Unter dem Strich wurde auf dieser Basis ein Nettogewinn von 0,25 Mio. Euro erwirtschaftet. Da der Konzernabschluss für 2010 erst Anfang Juni vorliegen wird, sind derzeit für die Ergebniskennzahlen keine Vergleichsdaten verfügbar.

## **Bewertung**

### *Ertragswertmodell*

Das faire Bewertungsniveau von HPI ermitteln wir anhand eines Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Nettorendite und Eigenkapitalkosten beruht.

**Diskontierungszins nach  
CAPM 10,8 %**

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 2,8 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere) und eine langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent ansetzen. Für die Risikoeinschätzung ist der aus Marktdaten statistisch ermittelte Wert für den Betafaktor wegen der geringen Korrelation der HPI-Aktie zum Gesamtmarkt wenig aussagekräftig. Zur Ableitung des systematischen Risikos orientieren wir uns daher an fundamentalen Faktoren. Outsourcingdienste für den Einkauf von Konzernen unterliegen in besonderem Maße den konjunkturellen Schwankungen, da in rezessiven Phasen in der Regel die Lager abgebaut werden und der Einkauf von Teilen somit stärker zurückgeht als die Produktion. Vice versa werden im Aufschwung zusätzlich zum steigenden Output die Reserven wieder aufgefüllt. Auf dieser Basis sehen wir eine in Relation zum Marktportfolio erhöhte Schwankungsintensität und taxieren das Beta auf 1,5. Hieraus resultiert ein Eigenkapitalkostensatz von 10,8 Prozent.

**Umsatz wird 2011 mehr als  
verdoppelt**

Die ehemalige ce Global Sourcing hat sich innerhalb eines Jahres völlig neu aufgestellt. Schon die Fusion mit HPI verhalf dem Konzern zur Erreichung der kritischen Masse, um das Procurement-Outsourcinggeschäft profitabel zu betreiben. Mit den synergetischen Übernahmen von Azego, sowie insbesondere von 3KV und MRL, gelang dann der Vorstoß in neue Segmente des Marktes, die das Cross-Selling von Produkten und Diensten innerhalb des eigenen Kundenstamms ermöglichen. Das vom Management so postulierte „Online-Warenhaus für die Industrie“ nimmt damit langsam Formen an. Dies zeigt sich auch in den Prognosen von Vorstand Negel. Nach dem Azego-Kauf war zunächst bei einem Umsatz von 40 Mio. Euro ein EBIT von 1 Mio. Euro für 2011 anvisiert. Mit den weiteren Akquisitionen wurden dann auch neue Ziele formuliert, zuletzt belief sich die Prognose auf 70 Mio. Euro Umsatz und 1,6 Mio. Euro EBIT.

**Gewinnsprung möglich**

Da dies in etwa der Addition der 2010er Erlöse von dem Mutterunternehmen und den neu akquirierten Töchtern entspricht, hat das Management dabei kaum organisches Wachstum eingeplant. Angesichts der Möglichkeiten zum Cross-Selling sowie der positiven Konjunktorentwicklung halten wir das für sehr konservativ und kalkulieren stattdessen mit einem Umsatz von 75 Mio. Euro für 2011. Größere Unsicherheit besteht hingegen hinsichtlich der Ergebnisentwicklung. Insbesondere im Fall von Großakquisitionen – 3KV und Mannesmannröhren Logistic haben zusammen einen höheren Umsatz als die „alte“ HPI erzielt – besteht immer die Möglichkeit, dass die Integrationskosten höher als erwartet ausfallen. Abgemildert wird dies in diesem Fall durch die enge Einbindung der Leitungsorgane der beiden neuen Töchter in die Führungsgremien des Konzerns sowie die umfangreiche Nutzung von Earn-out-Klauseln in den Kaufverträgen. Daher gehen wir davon aus, dass der Gesellschaft der anvisierte Gewinnsprung im laufenden Jahr gelingen kann und halten sogar eine Nettomarge von 2 Pro-



zent für möglich. Diese sollte sich in den Folgeperioden sukzessive weiter verbessern bis auf einen langfristigen Zielwert von 2,5 Prozent (ab 2015). Im selben Zeitraum dürfte das Unternehmen den Umsatz noch zweistellig steigern, erst gegen Ende des Detailbetrachtungszeitraums kalkulieren wir aus Vorsichtsüberlegungen nur noch mit Steigerungsraten von 5 Prozent. In Summe basiert unsere Wertermittlung auf den folgenden Annahmen hinsichtlich des Geschäftsverlaufs in den nächsten acht Jahren:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Erlöse (Mio. Euro)</b>	<b>75,0</b>	<b>86,3</b>	<b>99,2</b>	<b>109,1</b>	<b>120,0</b>	<b>126,0</b>	<b>132,3</b>	<b>138,9</b>
Erlöswachstum		15,0%	15,0%	10,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Nettorendite	2,0%	2,3%	2,4%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
<b>Gewinn (Mio. Euro)</b>	<b>1,50</b>	<b>2,00</b>	<b>2,40</b>	<b>2,73</b>	<b>3,00</b>	<b>3,15</b>	<b>3,31</b>	<b>3,47</b>
Gewinnwachstum		33,4%	20,0%	13,6%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%

### Fairer Wert 4,44 Euro je Aktie

Nach dem Ende des Detailprognosezeitraums unterstellen wir ein „ewiges“ Wachstum von 2,0 Prozent. Auf dieser Basis errechnet sich mit unserem Modell ein Ertragswert von 32,2 Mio. Euro bzw. 4,44 Euro je Aktie. Gegenüber dem aktuellen Kurs sehen wir somit ein Aufwärtspotenzial von rund 120 Prozent. Dabei ist zu berücksichtigen, dass in diesen Zahlen noch keine weiteren Akquisitionen, die der Vorstand explizit in Aussicht gestellt hat, berücksichtigt sind. Welche Rückwirkungen sich auf den fairen Wert durch die Wahl anderer Parameter ergeben würden, zeigt die nachfolgende Tabelle. Selbst im restriktivsten Fall, nämlich bei einem ewigen Wachstum von lediglich 1,0 Prozent und einem Diskontierungszins von 11,8 Prozent, beläuft sich das Kurspotenzial noch auf beachtliche 87 Prozent.

		„ewiges“ Wachstum				
		1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %
Diskontierungszins	9,8%	4,67 EUR	4,85 EUR	5,05 EUR	5,28 EUR	5,54 EUR
	10,3%	4,40 EUR	4,55 EUR	4,73 EUR	4,92 EUR	5,14 EUR
	10,8%	4,16 EUR	4,29 EUR	<b>4,44 EUR</b>	4,61 EUR	4,80 EUR
	11,3%	3,94 EUR	4,05 EUR	4,19 EUR	4,33 EUR	4,49 EUR
	11,8%	3,74 EUR	3,84 EUR	3,96 EUR	4,08 EUR	4,22 EUR

### Fazit

### Unser Anlageurteil: „Kaufen“

Nach der Fusion von HPI und ce Global Sourcing hat der im letzten Jahr neu formierte Konzern ein rasantes Wachstumstempo vorgelegt. Durch die Akquisition von 3KV und Mannesmannröhren Logistic ist im laufenden Jahr eine Erlössteigerung um rund 150 Prozent wahrscheinlich. Da in dem Kerngeschäft Pro-



curement-Outsourcing die Einkaufsvolumina die entscheidende Größe zur Realisierung von Skaleneffekten darstellen, könnte ein erfolgreiches Cross-Selling innerhalb des Kundenstamms einen deutlichen Ertragsprung ermöglichen. Wir haben in unserer Kalkulation einen Nettogewinn von 1,5 Mio. Euro bzw. einer Marge von 2,0 Prozent unterstellt. Bei letzterer sehen wir mittelfristig noch ein Steigerungspotenzial bis auf 2,5 Prozent. Auf dieser Basis signalisiert unser Bewertungsmodell einen fairen Wert von 4,44 Euro je Aktie. Wir schätzen damit das aktuelle Kurspotenzial bei einem planmäßigen Geschäftsverlauf auf rund 120 Prozent und stufen die Gesellschaft als „Kauf“ ein.

## Anhang

### 1. Pflichtangaben gemäß §34b WpHG

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studienerstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen.

**Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:**

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens oder von Dritten entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem Auftraggeber vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Aktien an dem analysierten Unternehmen oder unmittelbar darauf bezogene Derivate.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen /Unternehmen halten Aktien an dem analysierten Unternehmen oder unmittelbar darauf bezogene Derivate.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.
- 6) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, hat aktuell oder hatte in den letzten zwölf Monaten für das analysierte Unternehmen eine entgeltliche Auftragsbeziehung (z.B. Email-Werbung).

**In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o. g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 1), 2)**

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um **Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum**. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z.B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

**Ersteller der Studie ist Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH.** Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen pro Jahr voraussichtlich zwei Updates. In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

<u>Datum der Veröffentlichung</u>	<u>Kurs bei Veröffentlichung</u>	<u>Anlageurteil</u>
<b>Keine</b>		

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil

- „Kaufen“ ein erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent,
- „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent,
- „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent,
- „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent,
- „Spekulativ kaufen“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko,
- „Spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko.

Als Bewertungsgrundlage und -methoden für die Finanzanalysen der Performaxx Research GmbH werden gängige und anerkannte Verfahren (u.a. Ertragswert-Methode, Peer-Group-Analyse, Sum-of-Parts-Bewertung) genutzt, deren Parameter ggf. im Text näher erläutert werden. Beim Ertragswertmodell wird der Kapitalwert des Unternehmens aus der Summe der abgezinste künftigen Gewinne berechnet. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Unternehmen durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt. Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Schätzungen zur Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind naturgemäß mit Unsicherheiten behaftet und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen des Wettbewerbsdrucks oder der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich z.B. durch Veränderungen technologischer Art, der

konjunkturellen Aktivität, der gesellschaftlichen Wertevorstellungen, des Steuerrechts, der Wechselkurse oder der Regulierungsbestimmungen ergeben.

## 2. Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung.

Diese Finanzanalyse stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Ferner behalten sich die Performaxx Research GmbH, deren verbundene Unternehmen und Mitarbeiter vor, jederzeit Long- oder Shortpositionen an den in dieser Finanzanalyse genannten Unternehmen einzugehen oder zu verkaufen.

**Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen.**

## 3. Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der Performaxx Research GmbH unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen. Alle Charts dieser Finanzanalyse wurden mittels Taipan ([www.lp-software.de](http://www.lp-software.de)) erstellt.

## Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung.

### Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch.

### Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH  
Innere Wiener Strasse 5b  
81667 München

**Telefon:** + 49 (0)89 / 44 77 16-0

**Fax:** + 49 (0)89 / 44 77 16-20

**Internet:** <http://www.performaxx.de>

**E-Mail:** [kontakt@performaxx.de](mailto:kontakt@performaxx.de)