



# HPI AG

Reuters: CEW3.DE

Bloomberg: CEW3:GR

## Abschluss 2010 und Q1/2011

### Guidance 2010 zum Teil deutlich übererfüllt

Der führende Industriedienstleister im Bereich Einkauf und Logistik HPI hat seinen Jahresabschluss 2010 veröffentlicht und seine noch mit der Veröffentlichung der Neun-Monats-Zahlen 2010 angehobene Guidance zum Teil deutlich übererfüllt. Die konsolidierten Jahresumsätze beliefen sich auf EUR 30,0 Mio. Dies bedeutet eine Verdoppelung der Umsätze von EUR 15,0 Mio., die die Vorgängergesellschaft ce Global im Jahre 2009 erwirtschaftet hatte. Das operative Ergebnis lag mit EUR 0,45 Mio. (2009 EUR -0,1 Mio.) genau auf dem Niveau unserer Erwartungen. Die Betriebsergebnismarge erreichte damit 1,5%. Der Jahresüberschuss lag bei EUR 0,3 Mio. nach Anteilen Dritter. Im Unternehmensbereich Electronics wurden im vergangenen Geschäftsjahr Erlöse von EUR 25,3 Mio. erwirtschaftet. Der Bereich Industrial erzielte Erlöse von EUR 4,7 Mio.

2010 (EUR Mio.)	Ist	Erw.	Δ
Umsatz	30,0	30,3	-1,0%
EBIT	0,45	0,45	0,0%
EBT	0,27	0,23	+17,4%
Jahresüberschuss	0,30	0,22	+36,4%
EPS	0,05	0,04	+36,6%

QUELLE: HPI, SPHENE CAPITAL

### Veröffentlichung ausgewählter Schlüsselzahlen Q1/11

Ebenfalls wurde der Zwischenbericht zum ersten Quartal 2011 veröffentlicht, der sich bei HPI auf wesentliche Kerndaten beschränkt. Demnach erwirtschaftete HPI in Q1/2011 Umsatzerlöse in Höhe von rund EUR 18,0 Mio. und einen Rohertrag von knapp EUR 5,9 Mio. Das operative Ergebnis belief sich im ersten Quartal auf EUR 0,3 Mio. Diese Zahlen verdeutlichen das Ausmaß der Konsolidierungseffekte der in den vergangenen zwölf Monaten übernommenen Gesellschaften: Auf Konzernebene wurden im ersten Quartal bereits 60% des gesamten Vorjahresumsatzes bzw. knapp 70% des konsolidierten Vorjahresergebnisses (EBIT) erwirtschaftet.

### Bekräftigung unserer operativen Ergebnisschätzungen

Wir erwarten für das laufende 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. Nach der Erhöhung der Anzahl der Aktien von 5,6 Mio. auf 7,2 Mio. entspricht dies einem EPS 2011e von EUR 0,17 (vorher EUR 0,21). Für 2012e rechnen wir mit Erlösen von EUR 83,3 Mio., einem EBIT von EUR 2,5 Mio. und einem EPS von EUR 0,22 (vorher EUR 0,29).

### Bestätigung des Buy-Ratings, Kursziel EUR 4,00 je Aktie

Unser Kursziel entspricht dem Mittelwert, ermittelt aus einem Peergroup-Verfahren (EV/EBITDA von 7,3x auf Basis 2012e) und 7,2 Mio. Aktien und einem DCF Modell mit WACC von 7,8%. Es entspricht einem Kurspotenzial von 100% gegenüber dem letzten Schlusskurs.

Rating: Risiko: Mittel

Kurs: EUR 2,00

Kursziel: EUR 4,00 (alt EUR 4,50)

WKN/ISIN: A0JCY3

Indizes: -

Transparenz-Level: Second Quotation Board

Gewichtete Anzahl Aktien: 7,2 Mio.

Marktkapitalisierung: 14,5 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 10.000

Veröffentlichung H1-Bericht: 01.09.2011

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

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

Je Aktie/EUR	2009	2010	2011e	2012e
EPS	-0,01	0,05	0,17	0,22
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	0,50	1,12	1,30	1,57
Cashflow	-0,07	1,29	-0,33	0,28

%	2009	2010	2011e	2012e
EK-Quote	49,9%	30,7%	33,9%	36,3%
Gearing	0,0%	3,9%	13,3%	11,0%

X	2009	2010	2011e	2012e
KGV	n/a	32,2	12,0	9,2
EV/Umsatz	0,03	0,35	0,23	0,18
EV/EBIT	n/a	23,1	9,3	6,0
KBV	0,4	1,6	1,5	1,3

EUR Mio.	2010	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

Der Abschluss des Geschäftsjahres 2010 sowie die Quartalszahlen Q1/2011 bekräftigen den eingeschlagenen Wachstumskurs. Im Vorjahr erzielte HPI Umsätze von EUR 30,0 Mio. und ein operatives Ergebnis von EUR 0,45 Mio. Damit wurden die Umsätze im Vergleich zu 2009 in Höhe von EUR 15,0 Mio. (nur ce Global) verdoppelt (EBIT 2009 -0,1 Mio.). Im ersten Quartal lagen die Erlöse bei EUR 18,0 Mio., der Rohertrag belief sich auf EUR 5,9 Mio., das EBIT erreichte EUR 0,3 Mio.

Wir bestätigen unser Buy-Rating. Unser Kursziel von EUR 4,00 je Aktie haben wir als Mittelwert aus einem Peergroup-Verfahren auf der Basis eines EV/EBITDA von 7,3x für 2012e und 7,2 Mio. Aktien und einem DCF Modell (WACC 7,8%, Terminal Value ab 2018, g im Terminal Value 2,5%) ermittelt. Dies entspricht einem Kurspotenzial von 100% gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 2,00.

**Q1/11 auf Konzernebene**

Im ersten Quartal 2011 konnte HPI ein unvermindert hohes Wachstum bei den wichtigsten Kerndaten erzielen. Die Umsatzerlöse lagen mit rund EUR 18,0 Mio. deutlich über dem Vorjahr, wofür im Wesentlichen Konsolidierungseffekte verantwortlich waren. Der Rohertrag belief sich im Berichtsquartal auf knapp EUR 5,9 Mio. und lag damit bei knapp der Hälfte des Gesamtjahresbetrags des Vorjahres. Auf Pro-forma-Basis erwirtschaftete HPI im ersten Quartal 2011 ein EBIT von EUR 0,3 Mio.

Auf Konzernebene wurden im ersten Quartal bereits 60% des gesamten Vorjahresumsatzes bzw. knapp 70% des konsolidierten operativen Vorjahresergebnisses erwirtschaftet.

**Q1/11 nach Unternehmensbereichen**

Im Bereich HPI Electronics, in dem Industriedienstleistungen für IT-Produkte und elektronische Bauelemente angeboten werden, erzielte HPI Erlöse von rund EUR 12,3 Mio., im Bereich HPI Industrial, in dem industrielle B- und C-Teile angeboten werden, erwirtschaftete HPI im ersten Quartal Umsatzerlöse von ca. EUR 5,7 Mio. Die im ersten Quartal übernommene MRL (Mannesmannröhren Logistic GmbH) ist in den Quartalszahlen der HPI Industrial für zwei Monate enthalten.

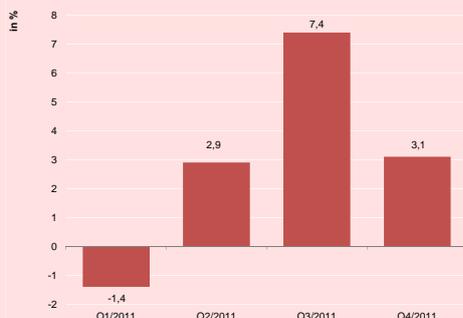
**Insbesondere HPI Electronics überzeugte mit einem sehr guten Q1/11**

Aufgrund von saisonalen Effekten tragen die Quartale 1 und 3 im in der Regel unterdurchschnittlich zum Jahresumsatz der HPI Electronics bei. Gegen Ende des ersten Quartals wurden die Folgen der Erdbebenkatastrophe in Japan auf die Versorgungslage mit Chips und elektronischen Bauteilen zunehmend spürbar. Das Management bestätigte eine verstärkte Nachfrage bei HPI Electronics als „Chipfeuerwehr“, welche die Versorgung der Kunden bei Lieferengpässen und steigenden Lieferzeiten sichert und damit mögliche Produktionsstillstände verhindert. Allerdings dürften sich diese zusätzlichen Umsätze verstärkt erst im zweiten Quartal 2011 niederschlagen.

Als Chipfeuerwehr kann HPI Electronics kurzfristig von allgemeinen Versorgungengpässen profitieren; mittelfristig sichert die erwartete vollständige Erholung des Marktumfeldes die guten Aussichten.

Darüber hinaus zeigt sich das Marktumfeld im Halbleiterbereich als sehr robust. Nach Einschätzung von IHS iSuppli dürfte der Markt für Halbleiter nach seiner kräftigen Erholung in 2010 (+32,2% nach dem Einbruch in 2009) im laufenden Jahr um 7,2% zulegen. Für die Jahre 2012 und 2013 erwartet IHS iSuppli Zuwächse um 4,8% und 4,0%. Während sich einzelne Unternehmen nach Einschätzung von IHS iSuppli in der Zwischenzeit vollständig von dem Erdbeben in Japan erholen konnten, erwartet das Marktforschungsunternehmen eine vollständige Erholung der Industrie bis zum Ende des dritten Quartals 2011.

ABBILDUNG 1: ERWARTETES WACHSTUM HALBLEITER 2011 (QoQ)



Nach einem Einbruch der weltweiten Halbleiterumsätze in Q1/2011 dürfte sich das Wachstum in den kommenden Quartalen deutlich erholen.

QUELLE: IHS iSuppli

**Bestätigung der Guidance**

Basierend auf den sehr guten Quartalszahlen hat das Management seine im Zuge der Übernahme der MRL angehobenen Planzahlen für das Gesamtjahr 2011 bekräftigt. Demnach sollen die Umsätze 2011e auf rund EUR 70,0 Mio. (+134% YoY) ansteigen, das operative Ergebnis auf EUR 1,6 Mio. (+254% YoY). Nach der jüngsten Kapitalerhöhung soll das Ergebnis je Aktie auf Gesamtjahressicht in einer Bandbreite von EUR 0,18-0,21 liegen (bislang EUR 0,21).

Dabei betrachtet das Management die Umsatz- und Ergebnisprognose 2011 als „konservativ“. Insbesondere im Falle weiterer, zielgerichteter Übernahmen könnte die aktuelle Guidance übertroffen werden. Darüber hinaus plant HPI eine Umstellung der Berichterstattung von HGB auf IFRS; betroffen davon wären insbesondere die planmäßigen jährlichen Goodwillabschreibungen nach HGB, die wir derzeit auf EUR 0,9 Mio. für das Jahr 2011e und EUR 1,0 Mio. für 2012e taxieren. Sollten sich durch die Umstellung keine gegenläufigen Effekte ergeben, dürften sich EBIT und EPS gegenüber der bisherigen Guidance und unseren Schätzungen deutlich erhöhen.

**Auch wir bekräftigen unsere Schätzungen für das laufende Geschäftsjahr**

Wir sind in unseren Einschätzungen für das laufende Jahr zum Teil sogar etwas optimistischer und rechnen mit einem Anstieg des Konzernumsatzes auf EUR 72,7 Mio. (+140% YoY) und einem 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. Nach der Erhöhung der Anzahl der Aktien von 5,6 Mio. auf 7,2 Mio. entspricht dies einem EPS 2011 von EUR 0,17 (vor Kapitalerhöhung EUR 0,21). Für 2012e rechnen wir mit Erlösen von EUR 83,3 Mio., einem EBIT von EUR 2,5 Mio. und EPS von EUR 0,22 (zuvor EUR 0,29).

Wir bestätigen unsere Schätzungen für Umsatz und EBIT, die Erhöhung der Anzahl der Aktien führt zu einer Verwässerung der EPS.

**Bestätigung des Buy-Ratings, Kursziel EUR 4,00 (vor KE EUR 4,50)**

Wir bewerten die HPI-Aktie anhand eines dreistufigen DCF-Modells und über ein Peergroup-Modell mit ausgewählten Referenzunternehmen aus dem Beschaffungs-Outsourcing. Als Kursziele errechnen wir aus dem DCF-Modell EUR 4,10 je Aktie und aus dem Peergroup-Modell EUR 3,90 je Aktie, jeweils basierend auf der neuen Anzahl Aktien von 7,2 Mio. Der arithmetische Mittelwert liegt bei einem Kursziel von EUR 4,00 je Aktie (vor Kapitalerhöhung EUR 4,50 je Aktie). Nach Erreichen des Kurszieles würde HPI mit dem 10,2-fachen unserer 2011e EBITDA-Prognose bzw. dem 18,3-fachen unserer 2012e EPS-Prognose bewertet werden.

**TABELLE 1: PEERGROUP ÜBERBLICK**

	EV/EBITDA	
	2011e	2012e
Ariba	33,3x	24,2x
KROMI Logistik	15,9x	7,3x
GENPACT	11,9x	10,8x
WNS	7,3x	6,8x
Xchanging	3,0x	2,8x
<b>Mittelwert</b>	<b>14,3x</b>	<b>10,4x</b>
<b>Median</b>	<b>11,9x</b>	<b>7,3x</b>
HPI	7,7x	5,2x

QUELLE: ONVISTA, UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

**Bewertung anhand von Vergleichsunternehmen**

Für die relative Bewertung verwenden wir einen aus dem Peergroup-Vergleich abgeleiteten EBITDA-Multiplikator. Damit tragen wir der unterschiedlichen Bilanzierung im Vergleich zur Peergroup Rechnung. HPI bilanziert nach HGB. Demnach ist der derivative Firmenwert als Differenz zwischen dem Kaufpreis für ein entgeltlich erworbenes Unternehmen über dessen Reinvermögen als abnutzbares Anlagegut zu aktivieren und wird planmäßig abgeschrieben. Nach unseren Schätzungen wurden aus den Übernahmen ein Goodwill in Höhe von EUR 8,0 Mio. angehäuft. Wir haben in unserem Modell unterstellt, dass dieser über acht Jahre zu einem jährlichen Betrag in Höhe von EUR 1,0 Mio. planmäßig abge-

schrieben wird.

Eine Peergroup-Bewertung nach EV/EBITDA zeigt, dass HPI auf Basis der 2012er EBITDA-Schätzungen ein Kurspotenzial von ~95% aufweisen würde. HPI weist auf der Basis unserer EBITDA-Schätzungen für 2011e und 2012e EV/EBITDA Multiples von 7,7x bzw. von 5,2x auf. Aus dem Peergroup-Vergleich erscheint ein Multiple von 7,3x (Basis 2012e) gerechtfertigt. Durchgerechnet auf HPI ergibt sich damit ein Kursziel von EUR 3,90 je Aktie.

#### Bewertung anhand eines DCF-Modells

Vor dem Hintergrund der vollkommenen Neuaufstellung der Gesellschaft im vergangenen Jahr durch den Zusammenschluss der HPI Hoechst Procurement Intl. GmbH und der börsennotierten ce Global AG stehen keine historischen Betafaktoren zur Verfügung. HPI ist als Einkaufs- und Prozessdienstleistungsunternehmen relativ breit in den Branchen Elektronik, Automotive, Aerospace/Defence, Chemie, Pharma, Automatisierung, Informations- und Telekommunikationsindustrie und Maschinenbau aufgestellt. Damit wäre zwar ein durchschnittliches Gesamtmarktbeta von 1,0 angemessen, wir würden für HPI als junges Wachstumsunternehmen allerdings einen Risikoaufschlag von 0,3 Punkten für gerechtfertigt halten. Die damit errechneten Kosten für das Eigenkapital betragen 5,9%. Bei der Berechnung der Fremdkapitalkosten haben wir einen Aufschlag von 600 Basispunkten festgelegt. Die für alle Unternehmen unseres Universums angesetzte implizite langfristige Risikoprämie des Aktienmarktes aus dem CAPM errechnet sich derzeit bei ca. 4,0%. Die Zielkapitalstruktur der HPI haben wir auf 70% (Marktwert des Eigenkapitals) zu 30% (Marktwert des zinstragenden Fremdkapitals) festgelegt. Per Saldo ergibt sich für die WACC ein Wert von 7,8%.

In Summe liegt der aus dem DCF-Modell abzuleitende Enterprise Value für HPI bei EUR 30,0 Mio. Zuzüglich der zum Jahresende 2010 errechneten Nettoliquidität (1,5 Mio.) sowie nach Abzug von Pensionsrückstellungen (EUR 1,6 Mio.) und Anteilen Dritter (EUR 0,1 Mio.) ergibt sich ein Equity Value von EUR 30,0 Mio. (Base Case-Szenario). Je Aktie entspricht dies einem Kursziel von EUR 4,10.

TABELLE 2: DCF-MODELL

		2010	2011e	2012e	2013e
Nettoerlöse	kEUR	29.968,0	72.666,7	83.316,0	87.159,0
YoY	%	99,9%	142,5%	14,7%	4,6%
NOPAT	kEUR	311,9	1.254,2	1.752,7	1.902,5
in % der Umsätze	%	1,0%	1,7%	2,1%	2,2%
Free Cashflow	kEUR	-7.216,1	598,6	1.912,4	2.654,7
in % der Umsätze	%	-24,1%	0,8%	2,3%	3,0%
Terminal Value ab Jahr		2018			
CAGR Umsatz 2010e-13e	%	42,7%			
CAGR Umsatz 2013e-18e	%	3,1%			
EBIT-Marge 2013e	%	3,2%			
EBIT-Marge Terminal Value	%	2,9%			
Langfristige Wachstumsrate des FCF	%	2,5%			
<b>Gewichtete Kapitalkosten (WACC)</b>	%	<b>7,8%</b>			

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

#### 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. Darüber hinaus bleibt aus unserer Sicht HPI aufgrund einer hohen Elektronik- und Chemielastigkeit ein zyklisches Unternehmen; von einem derzeit nicht absehbaren konjunkturellen Einbruch wäre HPI auf der Ertragsseite nach unserer Einschätzung überdurchschnittlich betroffen.

**Segmentwechsel**

Die Aktien der HPI AG Hoechst Procurement Intl. sind derzeit im Open Market der Frankfurter Wertpapierbörse gelistet; die Aktien unterliegen den Transparenzvorschriften des Second Quotation Boards. Jüngsten Aussagen des Managements zufolge strebt die Gesellschaft ein Listing im Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse an. Damit dürfte die HPI-Aktie zusätzlichen Investorenschichten für ein Engagement offenstehen. Allerdings sind bei einem Segmentwechsel deutlich höhere Kosten des Being Public zu berücksichtigen.

**Unternehmensprofil**

Entstanden 2010 aus dem Zusammenschluss der ehemaligen Hoechst Tochter HPI Hoechst Procurement Intl. GmbH und der börsennotierten ce Global AG, der ehemaligen ce Consumer Electronic AG, ist HPI heute einer der führenden unabhängigen Einkaufs- und Prozessdienstleister in Europa. Bereits seit mehr als 35 Jahren ist HPI Electronics als Spezialist für Einkaufs- und sonstige Dienstleistungen für die elektronikverarbeitende Industrie tätig. Das Dienstleistungsportfolio der HPI Electronics umfasst Einkaufs-Outsourcing, Fehlteilmanagement, Price-Benchmarking, Obsolescence-Management und Lagerüberbestandsmanagement. Durch die Übernahme der 3KV, einem IT-Procurement-Spezialisten, konnte HPI Electronics seine Marktstellung insbesondere im Bereich der Netzwerk- und Security-Produkte sowie der Serverlösungen im Hochsicherheitsbereich signifikant ausbauen. Die HPI Industrial ist ein breit aufgestellter Spezialist für Einkaufsdienstleistungen und Dienstleistungen, insbesondere für die Beschaffung von B- und C-Teilen. Das betreute Einkaufsvolumen beträgt EUR 4,3 Mrd. Insgesamt wurden mehr als 4.000 Verträge in über 200 Produkt- und Servicekategorien verhandelt, mit mehr als 1.000 Lieferanten werden jährlich mehr als 50.000 Bestellungen abgewickelt. Im April 2011 wurde durch die Übernahme von MRL ein weiterer Meilenstein in der Unternehmensgeschichte vollzogen.

## Gewinn- und Verlustrechnung

		2009	2010	2011e	2012e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>KEUR</b>	<b>14.995,0</b>	<b>29.968,0</b>	<b>72.666,7</b>	<b>83.316,0</b>
YoY	%	n/a	99,9%	142,5%	14,7%
Herstellungskosten	KEUR	-10.665,0	-18.280,5	-49.395,9	-56.384,2
In % Konzernumsatz	%	-71,1%	-61,0%	-68,0%	-67,7%
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>KEUR</b>	<b>4.330,0</b>	<b>11.687,5</b>	<b>23.270,8</b>	<b>26.931,8</b>
In % Konzernumsatz	%	28,9%	39,0%	32,0%	32,3%
Sonstige betriebliche Erträge	KEUR	1.478,0	2.335,0	2.000,0	2.060,0
Selbst erstellte immaterielle Vermögenswerte	KEUR	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	KEUR	-3.812,0	-9.313,0	-18.520,3	-20.928,5
In % Konzernumsatz	%	-25,4%	-31,1%	-25,5%	-25,1%
Verwaltungskosten	KEUR	-2.120,0	-3.751,0	-4.000,0	-4.539,2
In % Konzernumsatz	%	-14,1%	-12,5%	-5,5%	-5,4%
<b>EBITDA</b>	<b>KEUR</b>	<b>629,0</b>	<b>1.306,5</b>	<b>3.120,0</b>	<b>3.904,0</b>
EBITDA-Marge	%	4,2%	4,4%	4,3%	4,7%
Abschreibungen	KEUR	-753,0	-348,0	-369,4	-379,9
Goodwill Abschreibungen	KEUR	0,0	-506,5	-932,8	-984,0
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	<b>KEUR</b>	<b>-124,0</b>	<b>452,0</b>	<b>1.817,7</b>	<b>2.540,1</b>
EBIT-Marge	%	-0,8%	1,5%	2,5%	3,0%
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	KEUR	315,0	381,0	250,0	250,0
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	KEUR	-398,0	-567,0	-440,0	-492,8
Nettozinsergebnis	KEUR	-83,0	-186,0	-190,0	-242,8
Ergebnis vor Ertragssteuern (EBT)	KEUR	-207,0	266,0	1.627,7	2.297,3
EBT-Marge	%	-1,4%	0,9%	2,2%	2,8%
Ertragssteuern	KEUR	174,0	97,0	-150,8	-361,1
In % Steuerquote	%	-84,1%	36,5%	-9,3%	-15,7%
Ergebnis vor Anteilen Dritter	KEUR	-33,0	363,0	1.476,9	1.936,2
Anteile Dritter	KEUR	0,0	-55,0	-268,1	-354,1
<b>Konzernergebnis</b>	<b>KEUR</b>	<b>-33,0</b>	<b>308,0</b>	<b>1.208,9</b>	<b>1.582,1</b>
Netto-Marge		-0,2%	1,0%	1,7%	1,9%
Anzahl der Aktien	K	5.551,5	5.636,6	7.249,5	7.249,5
Ergebnis je Aktie	EUR	-0,01	0,05	0,17	0,22
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL					

## Gewinn- und Verlustrechnung (Quartale)

		2010	H1/11e	H2/2011e	2011e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>kEUR</b>	<b>29.968,0</b>	<b>34.733,3</b>	<b>37.933,4</b>	<b>72.666,7</b>
YoY	%	99,9%	215,2%	94,9%	142,5%
Herstellungskosten	kEUR	-18.280,5	-22.804,1	<b>-26.591,8</b>	-49.395,9
In % Konzernumsatz	%	-61,0%	-65,7%	-70,1%	-68,0%
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>kEUR</b>	<b>11.687,5</b>	<b>11.929,3</b>	<b>11.341,6</b>	<b>23.270,8</b>
In % Konzernumsatz	%	39,0%	34,3%	29,9%	32,0%
Sonstige betriebliche Erträge	kEUR	2.335,0	300,0	1.700,0	2.000,0
Selbst erstellte immaterielle Vermögenswerte	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	kEUR	-9.313,0	-8.970,0	-9.550,3	-18.520,3
In % Konzernumsatz	%	-31,1%	-25,8%	-25,2%	-25,5%
Verwaltungskosten	kEUR	-3.751,0	-2.000,0	-2.000,0	-4.000,0
In % Konzernumsatz	%	-12,5%	-5,8%	-5,3%	-5,5%
<b>EBITDA</b>	<b>kEUR</b>	<b>1.306,5</b>	<b>1.413,8</b>	<b>1.706,2</b>	<b>3.120,0</b>
EBITDA-Marge	%	4,4%	4,1%	4,5%	4,3%
Abschreibungen	kEUR	-348,0	-154,5	-214,9	-369,4
Goodwill Abschreibungen	kEUR	-506,5	-450,0	-482,8	-932,8
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	<b>kEUR</b>	<b>452,0</b>	<b>809,3</b>	<b>1.008,5</b>	<b>1.817,7</b>
EBIT-Marge	%	1,5%	2,3%	2,7%	2,5%
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	kEUR	381,0	125,0	125,0	250,0
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	kEUR	-567,0	-220,0	-220,0	-440,0
Nettozinsergebnis	kEUR	-186,0	-95,0	-95,0	-190,0
Ergebnis vor Ertragssteuern (EBT)	kEUR	266,0	714,3	913,5	1.627,7
EBT-Marge	%	0,9%	2,1%	2,4%	2,2%
Ertragssteuern	kEUR	97,0	-71,4	-79,3	-150,8
In % Steuerquote	%	36,5%	-10,0%	-8,7%	-9,3%
Ergebnis vor Anteilen Dritter	kEUR	363,0	642,8	834,1	1.476,9
Anteile Dritter	kEUR	-55,0	-121,9	-146,2	-268,1
<b>Konzernergebnis</b>	<b>kEUR</b>	<b>308,0</b>	<b>521,0</b>	<b>687,9</b>	<b>1.208,9</b>
Netto-Marge		1,0%	1,5%	1,8%	1,7%
Anzahl der Aktien	k	5.636,6	7.249,5	7.249,5	7.249,5
Ergebnis je Aktie	EUR	0,05	0,07	0,09	0,17
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL					

## Bilanz

		2009	2010	2011e	2012e
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>kEUR</b>	<b>792,0</b>	<b>10.035,0</b>	<b>9.902,0</b>	<b>8.968,0</b>
Immaterielle Vermögenswerte	kEUR	649,0	9.129,0	8.752,0	7.768,0
Sachanlagen	kEUR	36,0	305,0	550,0	600,0
Langfristige finanzielle Vermögenswerte	kEUR	107,0	601,0	600,0	600,0
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>kEUR</b>	<b>4.729,0</b>	<b>10.216,6</b>	<b>17.567,6</b>	<b>21.925,0</b>
Vorräte	kEUR	1.812,0	3.436,0	8.500,0	10.000,0
Forderungen Lieferungen & Leist.	kEUR	2.037,0	1.902,0	4.700,0	5.500,0
Laufende Ertragssteuerforderungen	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	kEUR	0,0	3.142,0	3.204,8	3.268,9
Liquide Mittel	kEUR	880,0	1.736,6	1.162,7	3.156,1
Rechnungsabgrenzungsposten	kEUR	0,0	310,0	310,0	319,3
..Latente Steuererstattungsansprüche	kEUR	17,0	66,0	67,3	68,7
<b>Gesamt Aktiva</b>	<b>kEUR</b>	<b>5.538,0</b>	<b>20.627,6</b>	<b>27.846,9</b>	<b>31.281,0</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>kEUR</b>	<b>2.765,0</b>	<b>6.337,6</b>	<b>9.427,4</b>	<b>11.363,6</b>
Gezeichnetes Kapital	kEUR	2.551,0	5.636,6	7.249,5	7.249,5
Kapitalrücklage	kEUR	189,0	200,0	200,0	200,0
Gewinnrücklage	kEUR	0,0	61,0	1.269,9	2.851,9
Noch nicht verwendete Ergebnisse	kEUR	584,0	581,0	581,0	581,0
Differenz aus Währungsumrechnung	kEUR	-559,0	-5,0	-5,0	-5,0
Minderheitsanteile	kEUR	0,0	-136,0	132,1	486,2
<b>Langfristige Schulden</b>	<b>kEUR</b>	<b>64,0</b>	<b>1.631,0</b>	<b>2.679,5</b>	<b>2.729,4</b>
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	kEUR	0,0	0,0	1.000,0	1.000,0
Pensionsrückstellungen	kEUR	0,0	1.550,0	1.596,5	1.644,4
<b>Kurzfristige Schulden</b>	<b>kEUR</b>	<b>2.709,0</b>	<b>12.659,0</b>	<b>15.740,0</b>	<b>17.188,0</b>
Rückstellungen	kEUR	692,0	1.530,0	1.550,0	1.600,0
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	kEUR	0,0	250,0	250,0	250,0
Verbindlichkeiten Lieferungen & Leist.	kEUR	2.017,0	4.928,0	11.900,0	13.400,0
Laufende Ertragssteuerschulden	kEUR	0,0	49,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	kEUR	0,0	5.902,0	2.040,0	1.938,0
<b>Gesamt Passiva</b>	<b>kEUR</b>	<b>5.538,0</b>	<b>20.627,6</b>	<b>27.846,9</b>	<b>31.281,0</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Studie wurde erstellt durch die

**Sphene capital**

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
19.07.2011	EUR 4,00	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: <a href="mailto:info@sab-bank.com">info@sab-bank.com</a>	Vorsitzender des Aufsichtsrats:
Internet: <a href="http://www.sab-bank.com">http://www.sab-bank.com</a>	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 Finanzdatenanbietern, 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.