

HPI AG

Reuters: CEW3.DE

Bloomberg: CEW3:GR

Rating: Buy Risiko: Mittel

Kurs: EUR 1,80

Kursziel: EUR 4,00 (unverändert)

Finanzierung weiteren Wachstums

Begebung einer Anleihe von bis zu EUR 6,0 Mio.

HPI begibt eine Unternehmensanleihe mit einem Gesamtnennbetrag von bis zu EUR 6,0 Mio. Die Anleihe wird mit 9% pro Jahr verzinst und hat eine Laufzeit von fünf Jahren, beginnend am 1. Dezember 2011 und endend am 31. November 2016. Die Veröffentlichung eines Prospektes ist nicht vorgesehen, da sich das Angebot ausschließlich an qualifizierte Anleger richtet. Die Anleihe soll im Freiverkehr der Börse München gelistet werden. Die Emission wird von der Süddeutschen Aktienbank als Lead-Manager begleitet.

Verwendung der Mittel

Es ist vorgesehen, dass der Mittelzufluss aus der Anleihe die Finanzierung der weiteren Unternehmensexpansion unterstützt. Dabei sollen nach Aussage des Managements sowohl das organische Wachstum der HPI weiter vorangetrieben als auch selektiv Zukäufe getätigt werden.

Anstieg der Fremdfinanzierung

Mit Ausnahme der Wandelanleihe mit einem Volumen von EUR 1,5 Mio. weist HPI bislang keine nennenswerten Finanzverbindlichkeiten aus. Die Eigenkapitalquote lag nach unseren Schätzungen Ende 2011e bei 32,1%. Bei einer vollständigen Ausschöpfung des Anleihevolumens würde sich die jährliche Zinsbelastung brutto um TEUR 540 erhöhen, die Eigenkapitalquote dürfte bis Ende 2012e auf 30,6% zurückgehen, die Nettoverschuldung auf dann EUR 6,3 Mio. ansteigen.

Auswirkungen auf unsere Schätzungen

Wir präsentieren in diesem Update zwei Szenarien. Szenario 1 entspricht unserem bisherigen Modell: darin erwarten wir für 2012e Umsätze in Höhe von EUR 84,6 Mio., ein EBIT von EUR 2,5 Mio. (operative Marge 2,9%) und ein Nettoergebnis von EUR 1,6 Mio., EPS basic bzw. diluted liegen bei EUR 0,22 bzw. 0,20. Im Szenario 2 haben wir eine Vollplatzierung der Anleihe unterstellt; zudem gehen wir von einer zügigen Umsetzung der angenommenen Projekte aus. Ausbau und Vertiefung des bestehenden Geschäftes haben Vorrang vor der Expansion in neue Bereiche.

| 2012e (EUR Mio.) | Szenario 1 | Szenario 2 | Δ |
|------------------|------------|------------|-------|
| Umsatz Konzern | 84,6 | 92,0 | 8,7% |
| HPI Electronics | 55,7 | 63,1 | 13,2% |
| HPI Industrial | 28,9 | 28,9 | 0,0% |
| EBITDA | 3,8 | 4,3 | 12,5% |
| EBIT | 2,5 | 2,9 | 17,6% |
| EBT | 2,2 | 2,2 | 2,9% |
| Nettoergebnis | 1,6 | 1,8 | 15,8% |

QUELLE: SPHENE CAPITAL

Bestätigung des Buy-Ratings, PT EUR 4,00 je Aktie

Unser Kursziel von EUR 4,00 (+122% gegenüber letzten Schlusskurs) basiert auf einem dreistufigen DCF-Modell (TV EBIT Marge 3,5%, TV WACC 8,9, TV FCF-CAGR 1,8%, fundamental Beta 1,3). Nach Erreichen unseres Kursziels würde HPI mit 13,0x 2012e EV/EBIT und 18,3x 2012e KGV bewertet werden.

| |
|---|
| WKN/ISIN: A0JCY3 |
| Indizes: - |
| Transparenz-Level: Entry Standard |
| Gewichtete Anzahl Aktien: 7,2 Mio. |
| Marktkapitalisierung: 13,0 Mio. |
| Handelsvolumen/Tag: 10.000 |
| Veröffentlichung Jahresabschluss 2011: 30. April 2012 |

| EUR Mio. | 2010 | 2011e | 2012e | 2013e |
|----------|------|-------|-------|-------|
| Umsatz | 30,0 | 72,7 | 84,6 | 88,5 |
| EBITDA | 1,3 | 3,2 | 3,8 | 4,1 |
| EBIT | 0,5 | 1,8 | 2,5 | 2,8 |
| EBT | 0,3 | 1,6 | 2,2 | 2,6 |
| EAT | 0,3 | 1,2 | 1,6 | 1,8 |

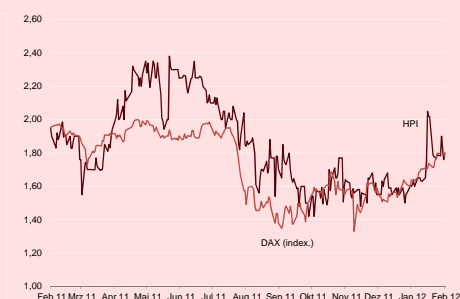
| % vom Umsatz | 2010 | 2011e | 2012e | 2013e |
|--------------|------|-------|-------|-------|
| EBITDA | 4,4% | 4,4% | 4,5% | 4,7% |
| EBIT | 1,5% | 2,5% | 2,9% | 3,1% |
| EBT | 0,9% | 2,2% | 2,6% | 2,9% |
| EAT | 1,0% | 1,7% | 1,9% | 2,1% |

| Je Aktie/EUR | 2010 | 2011e | 2012e | 2013e |
|--------------|------|-------|-------|-------|
| EPS | 0,05 | 0,17 | 0,22 | 0,25 |
| Dividende | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Buchwert | 1,12 | 1,30 | 1,57 | 1,86 |
| Cashflow | 1,35 | -0,26 | 0,07 | 0,41 |

| % | 2010 | 2011e | 2012e | 2013e |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| EK-Quote | 31,4% | 31,7% | 35,3% | 38,8% |
| Gearing | 3,9% | 29,2% | 24,3% | 13,1% |

| x | 2010 | 2011e | 2012e | 2013e |
|-----------|------|-------|-------|-------|
| KGV | 32,2 | 9,3 | 8,2 | 7,2 |
| EV/Umsatz | 0,35 | 0,19 | 0,19 | 0,16 |
| EV/EBIT | 23,1 | 7,5 | 6,5 | 5,1 |
| KBV | 1,6 | 1,2 | 1,2 | 1,0 |

| EUR Mio. | 2010 | 2011e | 2012e |
|------------------|------|-------|-------|
| Guidance: Umsatz | 30,0 | >70,0 | 8-10% |
| Guidance: EBIT | 0,45 | >1,65 | - |



QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

Susanne Hasler, Equity Analyst
+49 (89) 744 35 58 / +49 (176) 24 60 52 66
susanne.hasler@sphene-capital.de

Dass HPI nach der Wandelanleihe vom vergangenen Dezember nun noch eine Mittelstandsanleihe mit einem Volumen von bis zu EUR 6,0 Mio. und einem Zinssatz von 9% begibt, ist aus unserer Sicht positiv zu beurteilen. Bei vollständiger Platzierung der Anleihe verfügt HPI zukünftig über einen ausreichenden finanziellen Spielraum, das geplante organische wie externe Wachstum voranzutreiben. In unserem Szenario inklusive Vollplatzierung der Anleihe steigen Erlöse und operatives Ergebnis deutlich gegenüber dem Status quo an.

Positive Einschätzung der jüngsten Finanzierungsmaßnahmen

Die jüngsten Finanzierungsmaßnahmen sind aus unserer Sicht positiv zu bewerten:

- ✦ **Wandelanleihe vom Dezember 2011:** Die Mittel aus der Wandelanleihe vom Dezember 2011 dürfte HPI nach unserer Einschätzung insbesondere für die Rückführung höher verzinslicher Schuldverschreibungen verwendet haben. Wir haben dabei unterstellt, dass sich die Effekte einer höheren Bruttoverschuldung (Wandelanleihe von EUR 1,5 Mio. vs. vorherige Finanzverbindlichkeiten in Höhe von EUR 1,0 Mio.) weitgehend durch eine niedrigere Verzinsung ausgleichen werden. Der Wandlungspreis liegt bei EUR 2,10 je Aktie. Bei vollständiger Wandlung beträgt der mögliche Verwässerungseffekt rund 9,8%. Vor dem Hintergrund unserer Erwartung eines steigenden Aktienkurses werten wir die Ausgabe einer Wandelanleihe daher als die deutlich vorteilhaftere Methode für die Anwerbung von frischem Eigenkapital. (Siehe auch Update vom 6. Dezember 2011).
- ✦ **Erweiterung der Finanzierungsbasis:** Während und auch im Anschluss an die Fusion der ce Global mit HPI musste die Gesellschaft zur Finanzierung des Wachstums überwiegend auf eigene Mittel zurückgreifen. Mit dem jetzigen Anleihevolumen von bis zu EUR 6,0 Mio. steigt nach unserer Einschätzung nicht nur die Flexibilität bei weiteren Übernahmen, darüber hinaus belegt die Platzierung auch das im abgelaufenen Jahr geschaffene Vertrauen und Interesse seitens des Kapitalmarktes in das Geschäftsmodell der HPI.
- ✦ **Erhöhung der finanziellen Flexibilität:** Bei vollständiger Platzierung der Anleihe verfügt HPI zukünftig über eine hohe finanzielle Flexibilität, mit der das geplante organische Wachstum ebenso wie das geplante Wachstum durch Übernahmen vorangetrieben werden kann.
- ✦ **Auswirkung auf die Ergebnisschätzungen:** Zusätzlich zu unseren bisherigen Modellannahmen (Szenario 1) haben wir in einem Szenario 2 die möglichen Auswirkungen einer vollständigen Platzierung der Mittelstandsanleihe eingerechnet. Unter der Annahme, dass die neuen Projekte zügig umgesetzt werden, gehen wir von einem zusätzlichen Umsatzvolumen in 2012e in Höhe von EUR 7,4 Mio. aus und erwarten daraus im Gesamtjahr 2012e ein Nettoergebnis in Höhe von EUR 1,8 Mio. EPS basic bzw. diluted liegen dementsprechend bei EUR 0,25 bzw. 0,23.

Es ist die richtige Managemententscheidung, die Unternehmensfinanzierung auf verschiedene Standbeine zu stellen

Verwendung der Mittel

Laut Pressemeldung dient die Anleihe der Finanzierung der weiteren Unternehmensexpansion. Geplant ist nach Aussagen des Managements, das organische Wachstum der HPI weiter voran zu treiben; aber auch neue Zukäufe sollen nicht ausgeschlossen werden. Der Schwerpunkt dürfte nach unserer Einschätzung in der Vertiefung der bestehenden Geschäftsbereiche liegen; in diesem Sinne vermuten wir lediglich kleinere Akquisitionen zur gezielten Stärkung einzelner Aktivitäten.

Als Ziele für den Einsatz der eingeworbenen finanziellen Mittel vermuten wir insbesondere:

- ✦ eine Aufstockung der Anteile an den bisherigen Beteiligungen.
- ✦ einen Ausbau des Lagerüberstandmanagement-Geschäfts der Azego: Das Geschäftsmodell der Azego sieht vor, Chip-Lagerüberbestände der Industrie zu einem symbolischen, geringen Preis zu übernehmen und diese anschließend weltweit über verschiedene B2B-Plattformen zu verkaufen. Die Übernahme im Dezember 2010 erfolgte insbesondere mit dem Ziel, das Geschäftsvolumen nach erreichter stärkerer Finanzkraft deutlich auszubauen. Nach der erfolgreichen Integration im

vergangenen Geschäftsjahr erwarten wir nun diese finanzielle Hebelung des Geschäftsmodells.

- ✦ eine Vertiefung der Einkaufsdienstleistungen der 3KV für hochwertige Netzwerk- und Security-Produkte sowie Serverlösungen: Dabei erhalten die Kunden nicht nur kaufmännische Einkaufsdienstleistungen, sondern auch technische Beratung und Unterstützung bei der Auswahl der Produkte und Implementierung. Darüber hinaus werden spezielle Projektaufträge übernommen und auch gebrauchte, generalüberholte Markenprodukte mit Garantieleistung sollen angeboten werden. Erst im Dezember 2011 hatte HPI die Beschaffungsdienstleistungen und Serverlösungen der 3KV durch die Übernahme der NET Consulting um nachgelagerte Serviceleistungen weiter verstärkt.

TABELLE 1: BISHERIGE ÜBERNAHMEN DER HPI AG

| Gesellschaft | Anteil | Datum | eMultiple (EBITe*) | Umsatz (e*) | Marge (EBITe*) | Finanzierung |
|---------------------------|---------|--------|--------------------|-------------|----------------|------------------------|
| Azego Components | 100,0 % | Sep 10 | 7x | < 2 Mio. | 2% | Aktien, Aktien Dritter |
| 3KV | 100,0 % | Dez 10 | 7x | ca. 23 Mio. | 2% | Cash, Aktien, Earnout |
| HPI Resources | 26,0 % | Dez 10 | n/a | < 2 Mio | 40% | Cash |
| Mannesmannröhren Logistic | 50,1 % | Apr 11 | 4 - 5x | ca. 20 Mio. | 4% | Cash, Earnout |
| NET Consulting | 100,0 % | Jan 12 | < 2x | < 2 Mio. | 5% | Cash, Earnout |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

*geschätzt zum Jahr der Übernahme

Anders als bei der Neuformierung und den Zukäufen verschiedener Geschäftsbereiche in den vergangenen Jahren plant das Management nach unserem Kenntnisstand keine Expansion in neue Geschäftsbereiche. Vielmehr sollen die bestehenden Bereiche durch die Bereitstellung zusätzlicher finanzieller Mittel ausgebaut bzw. vertieft werden. Damit entstehen aus unserer Sicht kaum zusätzliche Risiken, wie dies bei einer Integration völlig neuer und fremder Geschäftsbereiche der Fall wäre. Bei der Integration der seit 2010 übernommenen Bereiche ist HPI 2011 weit vorangekommen, so dass nun auf der Basis der bestehenden Managementkapazitäten und Skills eine weitere Skalierung des operativen Geschäfts nach der Einwerbung zusätzlicher finanzieller Mittel erfolgen soll.

Verstärkung der bestehenden Bereiche nach Akquisition zusätzlicher finanzieller Mittel

Annahmen für unsere Schätzungen im Szenario 2 mit Anleihe

Unser Szenario 2 untersucht die Auswirkungen der Anleihe und der dadurch finanzierten Projekte auf unsere bisherigen Schätzungen (das Szenario 1). Wir gehen darin davon aus, dass HPI eine vollständige Platzierung der Anleihe gelingt, und dass die neuen Projekte zügig umgesetzt werden.

Szenario 2 unterstellt eine vollständige Platzierung der Mittelstandsanleihe

Als Ergebnis einer zügigen Umsetzung der vermuteten Projekte erwarten wir für das laufende Jahr Umsätze in Höhe von EUR 92,0 Mio., ein Nettoergebnis in Höhe von EUR 1,8 Mio. sowie EPS basic bzw. diluted von EUR 0,25 bzw. 0,23. Die wichtigsten Veränderungen gegenüber den Annahmen in unseren bisherigen Schätzungen stellen sich dabei wie folgt dar:

- ✦ Die erwarteten Investitionen bei Azego und 3KV fließen zu einem großen Teil in das Working Capital zur Hebelung der Umsätze; wir rechnen mit rund 50% des maximalen Emissionsvolumens für zusätzliche Investitionen bei Azego und 3KV.
- ✦ Aus den geplanten Maßnahmen erwarten wir 2012e einen Anstieg des EBIT auf EUR 2,9 Mio. nach 1,8 Mio. 2011e. Aufgrund des operativen Leverage bei einer Skalierung der Umsätze verbessert sich die EBIT-Marge 2012e um 60 Basispunkte auf 3,1% und in 2013e weiter auf 3,4%.
- ✦ Dagegen stehen allerdings zusätzliche Zinsaufwendungen in Höhe von TEUR 540, die allerdings erst 2013e volljährig wirksam werden.
- ✦ Infolge einer Erhöhung der Beteiligungsanteile reduzieren sich die Anteile Dritter; 2011e hatten wir dafür TEUR 268 veranschlagt.

Wesentliche Risiken

Das dargestellte Szenario spiegelt einen „Best Case“-Fall wider. Insbesondere gehen wir von einer vollständigen Platzierung des geplanten Emissionsvolumens in Höhe von EUR 6,0 Mio. aus. Im Falle eines geringeren Emissionserlöses dürfte HPI nach unserer Einschätzung vorrangig Chancen auf eine Anteils-erhöhung an den Beteiligungen nutzen. Auch im Ausbau der Azego vermuten wir eine hohe Priorität; ebenso wie bei 3KV dürfte dabei jedoch die Flexibilität des Mitteleinsatzes höher sein. Externe Downside-Risiken ergeben sich vor allem vor dem Hintergrund der unsicheren konjunkturellen Lage in Europa, aber auch weltweit. Dies könnte dazu führen, dass die eingesammelten Mittel, abhängig von der Geschäftsentwicklung, nur gebremst eingesetzt werden könnten. Damit würde sich die operative Hebelwirkung bei einem gleichzeitigen Anstieg des Zinsaufwands verzögern. Als wesentliches Upside sehen wir eine stärker als von uns erwartete Ausweitung der operativen Margen als Folge eines höheren operativen Leverage an.

Wesentliche Downside- und Upside-Risiken

Abgelaufenes Geschäftsjahr 2011e

Zuletzt hatte HPI anlässlich der Übernahme der NET Consulting im Dezember 2011 die bisherige Guidance bekräftigt. Nachdem HPI bereits nach Ende Q3/2011 knapp 79% des avisierten Gesamtjahresumsatzes in Höhe von EUR >70,0 Mio. erwirtschaftet hatte, konnten insbesondere der IT Netzwerkbereich der 3KV als auch die in Q2/11 übernommene Mannesmannröhren Logistic im November nochmals um +40% bzw. +20% im jeweiligen Vormonatsvergleich zulegen. Nach unseren Schätzungen dürfte der Konzernumsatz 2011e auf EUR 72,7 Mio. (+140% YoY) ansteigen, bei einem EBIT in Höhe von EUR 1,8 Mio. (operative Marge 2,5%). Im Nettoergebnis rechnen wir 2011e mit EUR 1,2 Mio. bzw. EPS von EUR 0,17.

Bondkennzahlen

In der unten stehenden Tabelle haben wir die wichtigsten Bondkennzahlen auf der Basis der DVFA Mindeststandards für die Bondkommunikation dargestellt. Aufgrund der Neuformierung der HPI im Jahr 2010 stehen keine historischen Kennzahlen zur Verfügung. Ein umfangreicher testierter Konzernabschluss wird erst im April für das Jahr 2011 vorgelegt werden. Die unten aufgeführten Kennzahlen beruhen daher ausschließlich auf unseren Schätzungen.

TABELLE 2: BONDKENNZAHLEN NACH DVFA-SCHEMA

| | | 2011e | 2012e | 2013e |
|--|------------------------------|-----------|-----------|----------|
| Kennzahlen zur Kapitaldienstdeckung | EBIT/ interest coverage | 4,1 | 3,4 | 3,7 |
| | EBITDA/ interest coverage | 7,2 | 5,0 | 5,3 |
| Kennzahlen zur Verschuldung | Total debt / EBITDA | 1,5 | 2,0 | 1,8 |
| | Total net debt / EBITDA | 0,7 | 1,5 | 0,9 |
| Kennzahlen zur Kapitalstruktur | Risk bearing capital | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| | Total debt / capital | 0,3 | 0,4 | 0,4 |
| Erweiterte Kennzahlen | EBITDA | 3.183,1 | 4.300,5 | 4.799,5 |
| | EBIT | 1.817,5 | 2.881,0 | 3.370,8 |
| | Total revenues | 72.666,7 | 91.950,0 | 99.420,1 |
| | Total interest payments | 440,0 | 855,0 | 907,5 |
| | Funds from operations | 2.841,7 | 3.353,2 | 3.619,6 |
| | Operating cash flow | - 1.953,7 | - 3.848,8 | 2.359,1 |
| | Capitalization | 29.346,8 | 37.073,5 | 37.073,5 |
| | Net debt | 2.127,4 | 6.277,9 | 4.553,6 |
| | Free cash flow to bondholder | 1.956,7 | 1.410,5 | 6.623,5 |
| | Free cash flow | - 1.275,9 | - 2.912,4 | 2.932,2 |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, DVFA, SPHENE CAPITAL

TABELLE 2: BONDKENNZAHLEN NACH DVFA-SCHEMA (FORTSETZUNG)

| | | | |
|------------------------------------|---------|---------|---------|
| Total debt | 4.790,0 | 8.770,0 | 8.731,5 |
| Off balance sheet exposures | 0,0 | 0,0 | 0,0- |
| Retained earnings | 1.269,7 | 3.107,3 | 5.301,1 |
| Total debt to EBITDA in times | 1,5 | 2,0 | 1,8 |
| Funds from operations / total debt | 0,6 | 0,4 | 0,4 |
| Funds from operations / net debt | 1,3 | 0,5 | 0,8 |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, DVFA, SPHENE CAPITAL

Unsere Unternehmensbewertung erfolgt anhand eines dreistufigen DCF-Modells. Diesem liegt bis zum Erreichen des Terminal Value ein sukzessiver Anstieg der WACC von derzeit 6,8% auf 8,9% zugrunde. Das fundamentale Beta beträgt 1,3. Wir gehen davon aus, dass HPI im Terminal Value keine Überrenditen mehr erzielen kann. In unserem Base Case-Szenario haben wir ein Kursziel von EUR 4,00 je Aktie ermittelt.

Nach Erreichen dieses Kursziels würde HPI mit 13,0x 2012e EV/EBIT (aktuell 6,5) beziehungsweise 18,3x 2012e KGV (aktuell 8,2x) bewertet werden. Bei einer vollständigen Platzierung der Anleihe und einer zügigen Projektumsetzungen (Szenario 2) würde sich das Kursziel auf EUR 4,60 je Aktie erhöhen.

Bewertung anhand eines DCF-Modells

Wir bewerten HPI anhand eines standardisierten dreistufigen DCF-Modells. Zunächst werden bis zum Jahr 2013e unsere detaillierten GuV- und Bilanzplanungen für HPI zugrunde gelegt. Diese münden in eine zweite Grobplanungsphase, die 2022e endet und in der wir ein CAGR von 2,6% veranschlagt haben. Während der Grobplanungsphase haben wir unterstellt, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern.

Für unser DCF-Modell unterstellen wir ferner:

- ✦ dass sich die EBIT-Marge von 2,9% in 2012e auf 4,9% in 2022e sukzessive erhöht. Für den anschließend beginnenden Terminal Value haben wir eine operative Marge von 3,5% unterstellt.
- ✦ dass sich die Steuerquote ab 2014e auf dem in Deutschland gültigen Grenzsteuersatz von 31,0% bewegt.
- ✦ eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der FCF im Terminal Value von 1,8%.
- ✦ ein Fundamental-Beta von 1,3, das sich aus folgenden Faktoren ableitet:

TABELLE 3: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL BETA

| | |
|----------------------------------|------|
| Diversifizierungsgrad | 0,10 |
| Wettbewerbsintensität | 0,05 |
| Reife des Geschäftsmodells | 0,00 |
| Regulatorische Risiken | 0,00 |
| Finanzielle Risiken | 0,05 |
| Risiken der Unternehmensprognose | 0,10 |
| Markt-Beta | 1,00 |
| Beta | 1,30 |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

- ✦ dass HPI im Terminal Value Kapitalkosten haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir einen Anstieg der WACC von derzeit 6,8% (rf 1,8%, implizite Risikoprämie von 4,0%, Debt Risk Premium 7,2%, Zielkapitalstruktur 70%-30%) auf dann 8,9%.
- ✦ einen stabilen Kapitalumschlag von 600% über den gesamten Planungshorizont.

Unser Base Case-Szenario ergibt ein Kursziel von EUR 4,00 je Aktie.

Dabei werden 48,0% des gesamten Unternehmenswertes aus dem Terminal Value abgeleitet, 52,0% aus dem in der Detail- bzw. Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows.

Anpassungen nach vollständiger Platzierung der Anleihe und Umsetzung der Projekte

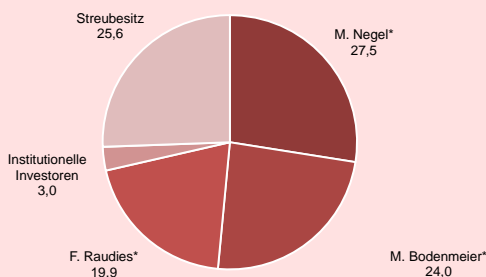
Bei einer vollständigen Platzierung der Anleihe und einer zügigen Projektumsetzungen (Szenario 2) würde sich das Kursziel auf EUR 4,60 je Aktie erhöhen. Um dem höheren Leverage Rechnung zu tragen, passen wir das fundamentale Beta auf 1,4 an. Ebenfalls angepasst haben wir die Zielkapitalstruktur auf 65%-35%; damit steigen die Anfangs-WACC auf 7,0% (rf 1,8%, implizite ERP von 4,0%, DRP 7,2%, Zielkapitalstruktur 65%-35%), die übrigen Annahmen bleiben gleich.

Risiken für unser Kursziel

Allgemeinen Integrationsrisiken aus den M&A-Aktivitäten begegnet HPI durch eine starke Incentivierung des Managements. Aufgrund der hohen Elektronik- und Chemielastigkeit bleibt HPI ein zyklisches Unternehmen. Von einer konjunkturellen Rezession wäre HPI auf der Ertragsseite nach unserer Einschätzung überdurchschnittlich betroffen. Zudem beinhaltet das Transaktionsgeschäft Vorratsrisiken. Abgeschwächt wird dieses Risiko, da HPI vor allem mit „Basic“-Produkten, insbesondere aus der IT, mit elektronischen Bauelementen und industriellen Ge- und Verbrauchsartikeln handelt. Diese sind weniger durch hohe Spezialisierung und ein kurzfristiges Obsolet-Risiko gekennzeichnet, als durch anspruchsvolle (knappe) Beschaffungswege und große Mengen-Vorteile. Ein verstärkter Margendruck aufgrund von konjunkturell bedingten sinkenden Umsätzen könnte den Trend zum Outsourcing von Einkaufs- und Logistikdienstleistungen bei Industrieunternehmen verstärken.

Management und Unternehmensprofil

ABBILDUNG 1: AKTUELLE AKTIONÄRSSTRUKTUR



Die beiden Vorstände M. Negel und F. Raudies kontrollieren derzeit rund 47% der Anteile an der HPI AG

*direkt und indirekt

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Verstärkung des Vorstands

Seit 1.1.2012 hält Michael Negel den Vorstandsvorsitz inne, nachdem er bis 31.12.2011 Alleinvorstand der Gesellschaft war. Michael Negel war bereits bei einer der Vorgängergesellschaften, der ce Consumer Electronic AG, seit 2002 Mitglied des Vorstands und verantwortlich für den Bereich Brokerage Europa. Bei insgesamt mehr als 25 Jahren Betriebszugehörigkeit zur jetzigen HPI AG, ehemals ce Global AG, und insgesamt 30 Jahren Berufserfahrung in der Mikroelektronik ist Michael Negel darüber hinaus Senator im Wirtschaftssenat des Bundesverbandes mittelständische Wirtschaft e.V. sowie Mitglied des Wirtschaftsbeirates Bayern und der Mittelstandsunion der CSU.

Seit 1.1.2012 ist Falk Raudies ebenfalls in den Vorstand der HPI berufen. Falk Raudies ist seit über 20 Jahren unternehmerisch in der IT-Branche tätig. Von 1992 bis 2001 war er Mitbegründer und Geschäftsführender Gesellschafter der Alldis Computer GmbH, mit einem Umsatzvolumen im Jahr 2000 von EUR 60,0 Mio. 1996 gründete Falk Raudies die 3KV. Diese ist seit Dezember 2010 ein Tochterunternehmen der HPI. Falk Raudies und Michael Negel kontrollieren derzeit rund 47% der Anteile an der HPI AG.

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, Fehlteilemanagement, 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.

Der zweite Bereich des Unternehmens, die HPI Industrial, ist ein breit aufgestellter Spezialist für Einkaufsdienstleistungen, insbesondere für die Beschaffung von B- und C-Teilen. Im April 2011 ist durch die Übernahme von 50,1% an der Mannesmannröhren Logistic GmbH (MRL) nicht nur ein weiterer Schritt in Richtung Größe und dem Erscheinungsbild eines europäischen Players gelungen, sondern sie zeigte auch, dass die Gravitationskräfte des Netzwerkes wirken und andere Einkaufsdienstleister sich in den Konzern einbinden.

Gewinn- und Verlustrechnung (ohne Anleihe)

| | | 2010 | 2011e | 2012e | 2013e |
|--|-------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Umsatzerlöse | KEUR | 29.968,0 | 72.666,7 | 84.574,2 | 88.507,1 |
| YoY | % | 99,9% | 142,5% | 16,4% | 4,7% |
| Herstellungskosten | KEUR | -18.280,5 | -49.396,1 | -57.437,3 | -60.345,2 |
| In % Konzernumsatz | % | -61,0% | -68,0% | -67,9% | -68,2% |
| Bruttoergebnis | KEUR | 11.687,5 | 23.270,6 | 27.136,9 | 28.161,9 |
| In % Konzernumsatz | % | 39,0% | 32,0% | 32,1% | 31,8% |
| Sonstige betriebliche Erträge | KEUR | 2.335,0 | 2.000,0 | 2.060,0 | 2.112,5 |
| Selbst erstellte immaterielle Vermögenswerte | KEUR | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Vertriebskosten | KEUR | -9.313,0 | -18.520,3 | -21.192,2 | -21.827,9 |
| In % Konzernumsatz | % | -31,1% | -25,5% | -25,1% | -24,7% |
| Verwaltungskosten | KEUR | -3.751,0 | -4.000,0 | -4.614,3 | -4.752,8 |
| In % Konzernumsatz | % | -12,5% | -5,5% | -5,5% | -5,4% |
| EBITDA | KEUR | 1.306,5 | 3.183,1 | 3.824,1 | 4.136,2 |
| EBITDA-Marge | % | 4,4% | 4,4% | 4,5% | 4,7% |
| Abschreibungen | KEUR | -348,0 | -432,8 | -433,7 | -442,4 |
| Goodwill Abschreibungen | KEUR | -506,5 | -932,8 | -940,0 | -940,0 |
| Betriebsergebnis (EBIT) | KEUR | 452,0 | 1.817,5 | 2.450,4 | 2.753,7 |
| EBIT-Marge | % | 1,5% | 2,5% | 2,9% | 3,1% |
| Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge | KEUR | 381,0 | 250,0 | 220,0 | 220,0 |
| Zinsen und ähnliche Aufwendungen | KEUR | -567,0 | -440,0 | -487,5 | -367,5 |
| Nettozinsergebnis | KEUR | -186,0 | -190,0 | -267,5 | -147,5 |
| Ergebnis vor Ertragssteuern (EBT) | KEUR | 266,0 | 1.627,5 | 2.182,9 | 2.606,2 |
| EBT-Marge | % | 0,9% | 2,2% | 2,6% | 2,9% |
| Ertragssteuern | KEUR | 97,0 | -150,8 | -305,3 | -478,0 |
| In % Steuerquote | % | 36,5% | -9,3% | -14,0% | -18,3% |
| Ergebnis vor Anteilen Dritter | KEUR | 363,0 | 1.476,8 | 1.877,6 | 2.128,3 |
| Anteile Dritter | KEUR | -55,0 | -268,1 | -290,0 | -307,6 |
| Konzernergebnis | KEUR | 308,0 | 1.208,7 | 1.587,5 | 1.820,7 |
| Netto-Marge | | 1,0% | 1,7% | 1,9% | 2,1% |
| Anzahl der Aktien (basic) | k | 5.636,6 | 7.249,5 | 7.249,5 | 7.249,5 |
| Anzahl der Aktien (diluted) | k | 5.636,6 | 7.249,5 | 7.963,8 | 7.963,8 |
| Ergebnis je Aktie (basic) | EUR | 0,05 | 0,17 | 0,22 | 0,25 |
| Ergebnis je Aktie (diluted) | EUR | 0,05 | 0,17 | 0,20 | 0,23 |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz (ohne Anleihe)

| | | 2010 | 2011e | 2012e | 2013e |
|---|-------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Langfristige Vermögenswerte | kEUR | 10.035,0 | 9.902,0 | 9.012,0 | 8.200,5 |
| Immaterielle Vermögenswerte | kEUR | 9.129,0 | 8.752,0 | 7.812,0 | 6.910,5 |
| Sachanlagen | kEUR | 305,0 | 550,0 | 600,0 | 660,0 |
| Langfristige finanzielle Vermögenswerte | kEUR | 601,0 | 600,0 | 600,0 | 630,0 |
| Kurzfristige Vermögenswerte | kEUR | 10.216,6 | 19.067,4 | 21.469,3 | 24.105,4 |
| Vorräte | kEUR | 3.436,0 | 8.500,0 | 10.090,7 | 10.876,7 |
| Forderungen Lieferungen & Leist. | kEUR | 1.902,0 | 4.700,0 | 5.579,6 | 6.014,2 |
| Laufende Ertragssteuerforderungen | kEUR | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstige kurzfristige Vermögenswerte | kEUR | 3.142,0 | 3.204,8 | 3.268,9 | 3.334,3 |
| Liquide Mittel | kEUR | 1.736,6 | 2.662,6 | 2.530,0 | 3.880,1 |
| Rechnungsabgrenzungsposten | kEUR | 310,0 | 310,0 | 319,3 | 328,9 |
| Latente Steuererstattungsansprüche | kEUR | 66,0 | 67,3 | 68,7 | 70,0 |
| Gesamt Aktiva | kEUR | 20.627,6 | 29.346,8 | 30.869,2 | 32.704,8 |
| Eigenkapital | kEUR | 6.337,6 | 9.427,3 | 11.304,8 | 13.432,9 |
| Gezeichnetes Kapital | kEUR | 5.636,6 | 7.249,5 | 7.249,5 | 7.249,5 |
| Kapitalrücklage | kEUR | 200,0 | 200,0 | 200,0 | 200,0 |
| Gewinnrücklage | kEUR | 61,0 | 1.269,7 | 2.857,2 | 4.677,9 |
| Noch nicht verwendete Ergebnisse | kEUR | 581,0 | 581,0 | 581,0 | 581,0 |
| Differenz aus Währungsumrechnung | kEUR | -5,0 | -5,0 | -5,0 | -5,3 |
| Minderheitsanteile | kEUR | -136,0 | 132,1 | 422,1 | 729,7 |
| Langfristige Schulden | kEUR | 1.631,0 | 4.179,5 | 3.229,4 | 3.315,9 |
| Langfristige Finanzverbindlichkeiten | kEUR | 0,0 | 1.000,0 | 0,0 | 0,0 |
| Wandelschuldverschreibung | kEUR | 0,0 | 1.500,0 | 1.500,0 | 1.500,0 |
| Pensionsrückstellungen | kEUR | 1.550,0 | 1.596,5 | 1.644,4 | 1.726,6 |
| Kurzfristige Schulden | kEUR | 12.659,0 | 15.740,0 | 16.335,0 | 15.956,1 |
| Rückstellungen | kEUR | 1.530,0 | 1.550,0 | 1.600,0 | 1.680,0 |
| Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten | kEUR | 250,0 | 250,0 | 1.250,0 | 262,5 |
| Verbindlichkeiten Lieferungen & Leist. | kEUR | 4.928,0 | 11.900,0 | 12.465,0 | 13.044,6 |
| Laufende Ertragssteuerschulden | kEUR | 49,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten | kEUR | 5.902,0 | 2.040,0 | 1.020,0 | 969,0 |
| Gesamt Passiva | kEUR | 20.627,6 | 29.346,8 | 30.869,2 | 32.704,9 |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz (Normalisierte Fassung)

| | | 2010 | 2011e | 2012e | 2013e |
|---|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Langfristige Vermögenswerte | kEUR | 48,6% | 33,7% | 29,2% | 25,1% |
| Immaterielle Vermögenswerte | kEUR | 44,3% | 29,8% | 25,3% | 21,1% |
| Sachanlagen | kEUR | 1,5% | 1,9% | 1,9% | 2,0% |
| Langfristige finanzielle Vermögenswerte | kEUR | 2,9% | 2,0% | 1,9% | 1,9% |
| Kurzfristige Vermögenswerte | kEUR | 49,5% | 65,0% | 69,5% | 73,7% |
| Vorräte | kEUR | 16,7% | 29,0% | 32,7% | 33,3% |
| Forderungen Lieferungen & Leist. | kEUR | 9,2% | 16,0% | 18,1% | 18,4% |
| Laufende Ertragssteuerforderungen | kEUR | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Sonstige kurzfristige Vermögenswerte | kEUR | 15,2% | 10,9% | 10,6% | 10,2% |
| Liquide Mittel | kEUR | 8,4% | 9,1% | 8,2% | 11,9% |
| Rechnungsabgrenzungsposten | kEUR | 1,5% | 1,1% | 1,0% | 1,0% |
| Latente Steuererstattungsansprüche | kEUR | 0,3% | 0,2% | 0,2% | 0,2% |
| Gesamt Aktiva | kEUR | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| Eigenkapital | kEUR | 30,7% | 32,1% | 36,6% | 41,1% |
| Gezeichnetes Kapital | kEUR | 27,3% | 24,7% | 23,5% | 22,2% |
| Kapitalrücklage | kEUR | 1,0% | 0,7% | 0,6% | 0,6% |
| Gewinnrücklage | kEUR | 0,3% | 4,3% | 9,3% | 14,3% |
| Noch nicht verwendete Ergebnisse | kEUR | 2,8% | 2,0% | 1,9% | 1,8% |
| Differenz aus Währungsumrechnung | kEUR | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Minderheitsanteile | kEUR | -0,7% | 0,5% | 1,4% | 2,2% |
| Langfristige Schulden | kEUR | 7,9% | 14,2% | 10,5% | 10,1% |
| Langfristige Finanzverbindlichkeiten | kEUR | 0,0% | 3,4% | 0,0% | 0,0% |
| Wandelschuldverschreibung | kEUR | 0,0% | 5,1% | 4,9% | 4,6% |
| Pensionsrückstellungen | kEUR | 7,5% | 5,4% | 5,3% | 5,3% |
| Kurzfristige Schulden | kEUR | 61,4% | 53,6% | 52,9% | 48,8% |
| Rückstellungen | kEUR | 7,4% | 5,3% | 5,2% | 5,1% |
| Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten | kEUR | 1,2% | 0,9% | 4,0% | 0,8% |
| Verbindlichkeiten Lieferungen & Leist. | kEUR | 23,9% | 40,5% | 40,4% | 39,9% |
| Laufende Ertragssteuerschulden | kEUR | 0,2% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten | kEUR | 28,6% | 7,0% | 3,3% | 3,0% |
| Gesamt Passiva | kEUR | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL | | | | | |

Cashflow-Statement (ohne Anleihe)

| | | 2010 | 2011e | 2012e | 2013e |
|--|-------------|------------------|-----------------|----------------|----------------|
| Konzernergebnis | kEUR | 363,0 | 1.476,8 | 1.877,6 | 2.128,3 |
| Planmäßige Abschreibungen | kEUR | 854,5 | 1.365,6 | 1.373,7 | 1.382,4 |
| Gewinn Verkauf nicht fortgeführter Geschäftsbereich | kEUR | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Veränderung der Rückstellungen | kEUR | 2.388,0 | 66,5 | 97,9 | 162,2 |
| Veränderung der latenten Steuern | kEUR | -32,0 | 0,7 | 0,7 | 2,9 |
| Veränderung der Vorräte, Forderungen u. a. Aktiva | kEUR | -4.941,0 | -7.924,8 | -2.543,7 | -1.295,6 |
| Veränderung der Verbindlichkeiten u. a. Passiva | kEUR | 8.862,0 | 3.063,0 | -455,0 | 528,6 |
| Bereinigungen | kEUR | 113,0 | -2,0 | 0,0 | -0,3 |
| Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit | kEUR | 7.607,5 | -1.954,3 | 351,2 | 2.908,5 |
| Investitionen in immaterielles Vermögen | kEUR | -8.986,5 | -555,8 | 0,0 | -38,5 |
| Investitionen in Sachanlagen | kEUR | -617,0 | -677,8 | -483,7 | -502,4 |
| Investitionen in Finanzanlagen | kEUR | -494,0 | 1,0 | 0,0 | -30,0 |
| Bereinigungen | kEUR | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Cashflow aus Investitionstätigkeit | kEUR | -10.097,5 | -1.232,6 | -483,7 | -570,9 |
| Free Cashflow | kEUR | -2.490,0 | -3.186,9 | -132,6 | 2.337,6 |
| Einzahlungen aus Barkapitalerhöhungen | kEUR | 3.096,6 | 1.612,9 | 0,0 | 0,0 |
| Einzahlungen Aufnahme Finanzverbindlichkeiten | kEUR | 250,0 | 2.500,0 | 1.000,0 | 0,0 |
| Auszahlungen aus Tilgung von Finanzverbindlichkeiten | kEUR | 0,0 | 0,0 | -1.000,0 | -987,5 |
| Bereinigungen | kEUR | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Cashflow aus Finanzierungstätigkeit | kEUR | 3.346,6 | 4.112,9 | 0,0 | -987,5 |
| Zahlungswirksame Veränderung liquide Mittel | kEUR | 856,6 | 926,0 | -132,6 | 1.350,1 |
| Liquide Mittel am Anfang der Periode | kEUR | 880,0 | 1.736,6 | 2.662,6 | 2.530,0 |
| Liquide Mittel am Ende der Periode | kEUR | 1.736,6 | 2.662,6 | 2.530,0 | 3.880,1 |
| QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL | | | | | |

DCF-Modell (ohne Anleihe)

| | | 2012e | 2013e | 2014e | 2015e | 2016e | 2017e | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e |
|---|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Nettoerlöse | KEUR | 84.574 | 88.507 | 92.371 | 95.929 | 99.034 | 101.670 | 103.938 | 105.988 | 107.951 | 109.905 | 111.884 |
| YoY | % | 16,4% | 4,7% | 4,4% | 3,9% | 3,2% | 2,7% | 2,2% | 2,0% | 1,9% | 1,8% | 1,8% |
| EBIT | KEUR | 2.450 | 2.754 | 3.059 | 3.368 | 3.675 | 3.977 | 4.273 | 4.569 | 4.870 | 5.178 | 5.495 |
| in % der Umsätze | % | 2,9% | 3,1% | 3,3% | 3,5% | 3,7% | 3,9% | 4,1% | 4,3% | 4,5% | 4,7% | 4,9% |
| Steuerquote | % | 14,0% | 18,3% | 31,0% | 31,0% | 31,0% | 31,0% | 31,0% | 31,0% | 31,0% | 31,0% | 31,0% |
| EBIT(1-t) | KEUR | 2.108 | 2.249 | 2.110 | 2.324 | 2.536 | 2.744 | 2.949 | 3.153 | 3.360 | 3.573 | 3.792 |
| Reinvestment | KEUR | -1.861 | -634 | -623 | -574 | -501 | -425 | -366 | -331 | -317 | -315 | -319 |
| FCFF | KEUR | 247 | 1.614 | 1.487 | 1.750 | 2.035 | 2.319 | 2.583 | 2.822 | 3.044 | 3.258 | 3.472 |
| Invested Capital | KEUR | 11.525 | 11.315 | 11.938 | 12.512 | 13.013 | 13.438 | 13.804 | 14.135 | 14.451 | 14.766 | 15.086 |
| ROCE | % | 18,3% | 19,9% | 17,7% | 18,6% | 19,5% | 20,4% | 21,4% | 22,3% | 23,3% | 24,2% | 25,1% |
| WACC | % | 6,8% | 6,8% | 6,8% | 6,8% | 7,1% | 7,5% | 7,8% | 8,2% | 8,5% | 8,9% | 8,9% |
| PV (FCFF) | KEUR | 231 | 1.416 | 1.222 | 1.347 | 1.467 | 1.561 | 1.617 | 1.639 | 1.634 | 1.611 | 1.577 |
| Terminal Cashflow | KEUR | 2.194 | | | | | | | | | | |
| Terminal Cost of Capital | % | 8,9% | | | | | | | | | | |
| Terminal Value | KEUR | 30.902 | | | | | | | | | | |
| PV (Terminal Value) | KEUR | 14.033 | | | | | | | | | | |
| PV (CF über 10 Jahre) | KEUR | 15.323 | | | | | | | | | | |
| Summe PV | KEUR | 29.356 | | | | | | | | | | |
| Insolvenzrisiko | % | 2,0% | | | | | | | | | | |
| PV Operative Assets | KEUR | 28.769 | | | | | | | | | | |
| Debt | KEUR | 2.750 | | | | | | | | | | |
| Cash | KEUR | 2.663 | | | | | | | | | | |
| Wert des Eigenkapitals | KEUR | 28.682 | | | | | | | | | | |
| Anzahl der Aktien | KEUR | 7.249 | | | | | | | | | | |
| Geschätzter Wert je Aktie | KEUR | 4,00 | | | | | | | | | | |
| QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL | | | | | | | | | | | | |

Auf einen Blick I (ohne Anleihe)

| Key Data | | 2009 | 2010e | 2011e | 2012e | 2013e |
|----------------------------------|------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Umsatz | kEUR | 14.995,0 | 29.968,0 | 72.666,7 | 84.574,2 | 88.507,1 |
| Rohrertrag | kEUR | 4.330,0 | 11.687,5 | 23.270,6 | 27.136,9 | 28.161,9 |
| EBITDA | kEUR | 629,0 | 1.306,5 | 3.183,1 | 3.824,1 | 4.136,2 |
| EBIT | kEUR | -124,0 | 452,0 | 1.817,5 | 2.450,4 | 2.753,7 |
| EBT | kEUR | -207,0 | 266,0 | 1.627,5 | 2.182,9 | 2.606,2 |
| Nettoergebnis | kEUR | -33,0 | 308,0 | 1.208,7 | 1.587,5 | 1.820,7 |
| Anzahl Mitarbeiter | | 23 | 172 | 192 | 192 | 200 |
| Je Aktie | | | | | | |
| Kurs Hoch | EUR | 0,50 | 2,53 | 2,38 | | |
| Kurs Tief | EUR | 0,22 | 0,14 | 1,41 | | |
| Kurs Durchschnitt | EUR | 0,43 | 1,23 | 1,87 | | |
| Schlusskurs | EUR | 0,22 | 1,76 | 1,55 | 1,80 | 1,80 |
| EPS | EUR | -0,01 | 0,05 | 0,17 | 0,22 | 0,25 |
| BVPS | EUR | 0,50 | 1,12 | 1,30 | 1,56 | 1,85 |
| CFPS | EUR | -0,07 | 1,35 | -0,27 | 0,05 | 0,40 |
| Dividende | EUR | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Kursziel | EUR | | | | | 4,00 |
| Profitabilitätskennzahlen | | | | | | |
| EBITDA-Marge | % | 4,2% | 4,4% | 4,4% | 4,5% | 4,7% |
| EBIT-Marge | % | -0,8% | 1,5% | 2,5% | 2,9% | 3,1% |
| EBT-Marge | % | -1,4% | 0,9% | 2,2% | 2,6% | 2,9% |
| Netto-Marge | % | -0,2% | 1,0% | 1,7% | 1,9% | 2,1% |
| FCF-Marge | % | n/a | n/a | n/a | n/a | 2,6% |
| ROE | % | -1,2% | 4,9% | 12,8% | 14,0% | 13,6% |
| NWC/Umsatz | % | 12,2% | 1,4% | 1,8% | 3,8% | 4,3% |
| Pro-Kopf-Umsatz | kEUR | 652,0 | 174,2 | 378,5 | 440,5 | 442,5 |
| Pro-Kopf-EBIT | kEUR | -5,4 | 2,6 | 9,5 | 12,8 | 13,8 |
| Wachstumsraten | | | | | | |
| Umsatz | % | n/a | 99,9% | 142,5% | 16,4% | 4,7% |
| Rohrertrag | % | n/a | 169,9% | 99,1% | 16,6% | 3,8% |
| EBITDA | % | n/a | 107,7% | 143,6% | 20,1% | 8,2% |
| EBIT | % | n/a | n/a | 302,1% | 34,8% | 12,4% |
| EBT | % | n/a | n/a | 511,8% | 34,1% | 19,4% |
| Nettoergebnis | % | n/a | n/a | 292,4% | 31,3% | 14,7% |
| EPS | % | n/a | n/a | 205,1% | 31,3% | 14,7% |
| CFPS | % | n/a | n/a | n/a | n/a | 728,2% |
| Bilanzkennzahlen | | | | | | |
| Sachanlagevermögen | kEUR | 36,0 | 305,0 | 550,0 | 600,0 | 660,0 |
| Umlaufvermögen | kEUR | 4.729,0 | 10.216,6 | 19.067,4 | 21.469,3 | 24.105,4 |
| Eigenkapital | kEUR | 2.765,0 | 6.337,6 | 9.427,3 | 11.304,8 | 13.432,9 |
| Verbindlichkeiten | kEUR | 2.773,0 | 14.290,0 | 19.919,5 | 19.564,4 | 19.272,0 |
| EK-Quote | % | 49,9% | 30,7% | 32,1% | 36,6% | 41,1% |
| Gearing | % | 100,3% | 225,5% | 211,3% | 173,1% | 143,5% |
| Working Capital | kEUR | 1.832,0 | 410,0 | 1.300,0 | 3.205,3 | 3.846,3 |
| Capital Employed | kEUR | 2.517,0 | 1.809,0 | 3.500,0 | 5.455,3 | 6.238,8 |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Auf einen Blick II (ohne Anleihe)

| Enterprise Value | | 2009 | 2010e | 2011e | 2012e | 2013e |
|---|------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Anzahl Aktien | mn | 5,6 | 5,6 | 7,2 | 7,2 | 7,2 |
| Marktkapitalisierung Hoch | kEUR | 2.775,7 | 14.260,6 | 17.253,8 | 0,0 | 0,0 |
| Marktkapitalisierung Tief | kEUR | 1.221,3 | 789,1 | 10.221,8 | 0,0 | 0,0 |
| Marktkapitalisierung Durchschnitt | kEUR | 2.387,1 | 6.933,0 | 13.556,5 | 0,0 | 0,0 |
| Marktkapitalisierung Schlusskurs | kEUR | 1.221,3 | 9.920,4 | 11.236,7 | 13.049,1 | 13.049,1 |
| Nettoverschuldung | kEUR | -880,0 | -1.486,6 | 87,4 | 220,0 | -2.117,6 |
| Pensionsrückstellungen | kEUR | 0,0 | 1.550,0 | 1.596,5 | 1.644,4 | 1.726,6 |
| Anteile Dritter | kEUR | 0,0 | -136,0 | 132,1 | 422,1 | 729,7 |
| Finanzanlagen des Anlagevermögens | kEUR | 107,0 | 601,0 | 600,0 | 600,0 | 630,0 |
| Enterprise Value Hoch | kEUR | 2.002,7 | 14.789,0 | 19.669,8 | n/a | n/a |
| Enterprise Value Tief | kEUR | 448,3 | 1.317,5 | 12.637,8 | n/a | n/a |
| Enterprise Value Durchschnitt | kEUR | 1.614,1 | 7.461,4 | 15.972,5 | n/a | n/a |
| Enterprise Value Schlusskurs | kEUR | 448,3 | 10.448,8 | 13.652,7 | 15.935,6 | 14.017,7 |
| Bewertungskennzahlen | | | | | | |
| EV/Umsatz Hoch | x | 0,13 | 0,49 | 0,27 | n/a | n/a |
| EV/Umsatz Tief | x | 0,03 | 0,04 | 0,17 | n/a | n/a |
| EV/Umsatz Durchschnitt | x | 0,11 | 0,25 | 0,22 | n/a | n/a |
| EV/Umsatz Schlusskurs | x | 0,03 | 0,35 | 0,19 | 0,19 | 0,16 |
| EV/EBITDA | x | 0,7 | 8,0 | 4,3 | 4,2 | 3,4 |
| EV/EBIT Hoch | x | n/a | 32,7 | 10,8 | n/a | n/a |
| EV/EBIT Tief | x | n/a | 2,9 | 7,0 | n/a | n/a |
| EV/EBIT Durchschnitt | x | n/a | 16,5 | 8,8 | n/a | n/a |
| EV/EBIT Schlusskurs | x | n/a | 23,1 | 7,5 | 6,5 | 5,1 |
| KGV Hoch | x | n/a | 46,3 | 14,3 | n/a | n/a |
| KGV Tief | | n/a | 2,6 | 8,5 | n/a | n/a |
| KGV Durchschnitt | | n/a | 22,5 | 11,2 | n/a | n/a |
| KGV Schlusskurs | | n/a | 32,2 | 9,3 | 8,2 | 7,2 |
| KBV | x | 0,4 | 1,6 | 1,2 | 1,2 | 1,0 |
| KCF | x | n/a | 1,3 | n/a | 37,2 | 4,5 |
| FCF-yield | % | -95,4% | -25,1% | -28,4% | -1,0% | 17,9% |
| Dividendenrendite | % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Cashflow | | | | | | |
| Operativer Cashflow | kEUR | -373,0 | 7.607,5 | -1.954,3 | 351,2 | 2.908,5 |
| Investiver Cashflow | kEUR | -792,0 | -10.097,5 | -1.232,6 | -483,7 | -570,9 |
| Free Cashflow | kEUR | -1.165,0 | -2.490,0 | -3.186,9 | -132,6 | 2.337,6 |
| Finanz-Cashflow | kEUR | 2.740,0 | 3.346,6 | 4.112,9 | 0,0 | -987,5 |
| QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL | | | | | | |

Gewinn- und Verlustrechnung (mit Anleihe)

| | | 2010 | 2011e | 2012e | 2013e |
|--|-------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Umsatzerlöse | KEUR | 29.968,0 | 72.666,7 | 91.950,0 | 99.420,1 |
| YoY | % | 99,9% | 142,5% | 26,5% | 8,1% |
| Herstellungskosten | KEUR | -18.280,5 | -49.396,1 | -63.313,7 | -69.540,9 |
| In % Konzernumsatz | % | -61,0% | -68,0% | -68,9% | -69,9% |
| Bruttoergebnis | KEUR | 11.687,5 | 23.270,6 | 28.636,3 | 29.879,3 |
| In % Konzernumsatz | % | 39,0% | 32,0% | 31,1% | 30,1% |
| Sonstige betriebliche Erträge | KEUR | 2.335,0 | 2.000,0 | 2.060,0 | 2.112,5 |
| Selbst erstellte immaterielle Vermögenswerte | KEUR | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Vertriebskosten | KEUR | -9.313,0 | -18.520,3 | -22.804,3 | -23.488,4 |
| In % Konzernumsatz | % | -31,1% | -25,5% | -24,8% | -23,6% |
| Verwaltungskosten | KEUR | -3.751,0 | -4.000,0 | -4.053,0 | -4.174,6 |
| In % Konzernumsatz | % | -12,5% | -5,5% | -4,4% | -4,2% |
| EBITDA | KEUR | 1.306,5 | 3.183,1 | 4.300,5 | 4.799,5 |
| EBITDA-Marge | % | 4,4% | 4,4% | 4,7% | 4,8% |
| Abschreibungen | KEUR | -348,0 | -432,8 | -461,4 | -470,7 |
| Goodwill Abschreibungen | KEUR | -506,5 | -932,8 | -958,0 | -958,0 |
| Betriebsergebnis (EBIT) | KEUR | 452,0 | 1.817,5 | 2.881,0 | 3.370,8 |
| EBIT-Marge | % | 1,5% | 2,5% | 3,1% | 3,4% |
| Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge | KEUR | 381,0 | 250,0 | 220,0 | 220,0 |
| Zinsen und ähnliche Aufwendungen | KEUR | -567,0 | -440,0 | -855,0 | -907,5 |
| Nettozinsergebnis | KEUR | -186,0 | -190,0 | -635,0 | -687,5 |
| Ergebnis vor Ertragssteuern (EBT) | KEUR | 266,0 | 1.627,5 | 2.246,0 | 2.683,3 |
| EBT-Marge | % | 0,9% | 2,2% | 2,4% | 2,7% |
| Ertragssteuern | KEUR | 97,0 | -150,8 | -311,6 | -489,5 |
| In % Steuerquote | % | 36,5% | -9,3% | -13,9% | -18,2% |
| Ergebnis vor Anteilen Dritter | KEUR | 363,0 | 1.476,8 | 1.934,4 | 2.193,8 |
| Anteile Dritter | KEUR | -55,0 | -268,1 | -96,8 | 0,0 |
| Konzernergebnis | KEUR | 308,0 | 1.208,7 | 1.837,7 | 2.193,8 |
| Netto-Marge | | 1,0% | 1,7% | 2,0% | 2,2% |
| Anzahl der Aktien (basic) | k | 5.636,6 | 7.249,5 | 7.249,5 | 7.249,5 |
| Anzahl der Aktien (diluted) | k | 5.636,6 | 7.249,5 | 7.963,8 | 7.963,8 |
| Ergebnis je Aktie (basic) | EUR | 0,05 | 0,17 | 0,25 | 0,30 |
| Ergebnis je Aktie (diluted) | EUR | 0,05 | 0,17 | 0,23 | 0,28 |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz (mit Anleihe)

| | | 2010 | 2011e | 2012e | 2013e |
|---|-------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Langfristige Vermögenswerte | kEUR | 10.035,0 | 9.902,0 | 9.805,5 | 9.068,1 |
| Immaterielle Vermögenswerte | kEUR | 9.129,0 | 8.752,0 | 8.150,5 | 7.279,1 |
| Sachanlagen | kEUR | 305,0 | 550,0 | 1.025,0 | 1.127,5 |
| Langfristige finanzielle Vermögenswerte | kEUR | 601,0 | 600,0 | 630,0 | 661,5 |
| Kurzfristige Vermögenswerte | kEUR | 10.216,6 | 19.067,4 | 26.880,0 | 31.031,9 |
| Vorräte | kEUR | 3.436,0 | 8.500,0 | 13.982,3 | 15.571,8 |
| Forderungen Lieferungen & Leist. | kEUR | 1.902,0 | 4.700,0 | 7.136,7 | 7.948,0 |
| Laufende Ertragssteuerforderungen | kEUR | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstige kurzfristige Vermögenswerte | kEUR | 3.142,0 | 3.204,8 | 3.268,9 | 3.334,3 |
| Liquide Mittel | kEUR | 1.736,6 | 2.662,6 | 2.492,1 | 4.177,9 |
| Rechnungsabgrenzungsposten | kEUR | 310,0 | 310,0 | 319,3 | 328,9 |
| Latente Steuererstattungsansprüche | kEUR | 66,0 | 67,3 | 68,7 | 70,0 |
| Gesamt Aktiva | kEUR | 20.627,6 | 29.346,8 | 37.073,5 | 40.499,0 |
| Eigenkapital | kEUR | 6.337,6 | 9.427,3 | 11.361,7 | 13.555,2 |
| Gezeichnetes Kapital | kEUR | 5.636,6 | 7.249,5 | 7.249,5 | 7.249,5 |
| Kapitalrücklage | kEUR | 200,0 | 200,0 | 200,0 | 200,0 |
| Gewinnrücklage | kEUR | 61,0 | 1.269,7 | 3.107,3 | 5.301,1 |
| Noch nicht verwendete Ergebnisse | kEUR | 581,0 | 581,0 | 581,0 | 581,0 |
| Differenz aus Währungsumrechnung | kEUR | -5,0 | -5,0 | -5,0 | -5,3 |
| Minderheitsanteile | kEUR | -136,0 | 132,1 | 228,8 | 228,8 |
| Langfristige Schulden | kEUR | 1.631,0 | 4.179,5 | 9.293,3 | 9.382,9 |
| Langfristige Finanzverbindlichkeiten | kEUR | 0,0 | 1.000,0 | 6.000,0 | 6.000,0 |
| Wandelschuldverschreibung | kEUR | 0,0 | 1.500,0 | 1.500,0 | 1.500,0 |
| Pensionsrückstellungen | kEUR | 1.550,0 | 1.596,5 | 1.708,3 | 1.793,7 |
| Kurzfristige Schulden | kEUR | 12.659,0 | 15.740,0 | 16.418,6 | 17.560,9 |
| Rückstellungen | kEUR | 1.530,0 | 1.550,0 | 1.596,5 | 1.676,3 |
| Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten | kEUR | 250,0 | 250,0 | 250,0 | 262,5 |
| Verbindlichkeiten Lieferungen & Leist. | kEUR | 4.928,0 | 11.900,0 | 13.552,1 | 14.653,1 |
| Laufende Ertragssteuerschulden | kEUR | 49,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten | kEUR | 5.902,0 | 2.040,0 | 1.020,0 | 969,0 |
| Gesamt Passiva | kEUR | 20.627,6 | 29.346,8 | 37.073,5 | 40.499,0 |

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz (Normalisierte Fassung)

| | | 2010 | 2011e | 2012e | 2013e |
|---|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Langfristige Vermögenswerte | kEUR | 48,6% | 33,7% | 26,4% | 22,4% |
| Immaterielle Vermögenswerte | kEUR | 44,3% | 29,8% | 22,0% | 18,0% |
| Sachanlagen | kEUR | 1,5% | 1,9% | 2,8% | 2,8% |
| Langfristige finanzielle Vermögenswerte | kEUR | 2,9% | 2,0% | 1,7% | 1,6% |
| Kurzfristige Vermögenswerte | kEUR | 49,5% | 65,0% | 72,5% | 76,6% |
| Vorräte | kEUR | 16,7% | 29,0% | 37,7% | 38,4% |
| Forderungen Lieferungen & Leist. | kEUR | 9,2% | 16,0% | 19,3% | 19,6% |
| Laufende Ertragssteuerforderungen | kEUR | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Sonstige kurzfristige Vermögenswerte | kEUR | 15,2% | 10,9% | 8,8% | 8,2% |
| Liquide Mittel | kEUR | 8,4% | 9,1% | 6,7% | 10,3% |
| Rechnungsabgrenzungsposten | kEUR | 1,5% | 1,1% | 0,9% | 0,8% |
| Latente Steuererstattungsansprüche | kEUR | 0,3% | 0,2% | 0,2% | 0,2% |
| Gesamt Aktiva | kEUR | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| Eigenkapital | kEUR | 30,7% | 32,1% | 30,6% | 33,5% |
| Gezeichnetes Kapital | kEUR | 27,3% | 24,7% | 19,6% | 17,9% |
| Kapitalrücklage | kEUR | 1,0% | 0,7% | 0,5% | 0,5% |
| Gewinnrücklage | kEUR | 0,3% | 4,3% | 8,4% | 13,1% |
| Noch nicht verwendete Ergebnisse | kEUR | 2,8% | 2,0% | 1,6% | 1,4% |
| Differenz aus Währungsumrechnung | kEUR | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Minderheitsanteile | kEUR | -0,7% | 0,5% | 0,6% | 0,6% |
| Langfristige Schulden | kEUR | 7,9% | 14,2% | 25,1% | 23,2% |
| Langfristige Finanzverbindlichkeiten | kEUR | 0,0% | 3,4% | 16,2% | 14,8% |
| Wandelschuldverschreibung | kEUR | 0,0% | 5,1% | 4,0% | 3,7% |
| Pensionsrückstellungen | kEUR | 7,5% | 5,4% | 4,6% | 4,4% |
| Kurzfristige Schulden | kEUR | 61,4% | 53,6% | 44,3% | 43,4% |
| Rückstellungen | kEUR | 7,4% | 5,3% | 4,3% | 4,1% |
| Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten | kEUR | 1,2% | 0,9% | 0,7% | 0,6% |
| Verbindlichkeiten Lieferungen & Leist. | kEUR | 23,9% | 40,5% | 36,6% | 36,2% |
| Laufende Ertragssteuerschulden | kEUR | 0,2% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten | kEUR | 28,6% | 7,0% | 2,8% | 2,4% |
| Gesamt Passiva | kEUR | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL | | | | | |

Cashflow-Statement (mit Anleihe)

| | | 2010 | 2011e | 2012e | 2013e |
|--|-------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|
| Konzernergebnis | kEUR | 363,0 | 1.476,8 | 1.934,4 | 2.193,8 |
| Planmäßige Abschreibungen | kEUR | 854,5 | 1.365,6 | 1.419,4 | 1.428,7 |
| Gewinn Verkauf nicht fortgeführter Geschäftsbereich | kEUR | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Veränderung der Rückstellungen | kEUR | 2.388,0 | 66,5 | 158,3 | 165,2 |
| Veränderung der latenten Steuern | kEUR | -32,0 | 0,7 | 0,7 | 2,9 |
| Veränderung der Vorräte, Forderungen u. a. Aktiva | kEUR | -4.941,0 | -7.924,8 | -7.992,4 | -2.475,7 |
| Veränderung der Verbindlichkeiten u. a. Passiva | kEUR | 8.862,0 | 3.063,0 | 632,1 | 1.050,0 |
| Bereinigungen | kEUR | -235,0 | -2,0 | 0,0 | -0,3 |
| Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit | kEUR | 7.259,5 | -1.954,3 | -3.847,5 | 2.364,5 |
| Investitionen in immaterielles Vermögen | kEUR | -8.986,5 | -555,8 | -356,5 | -86,6 |
| Investitionen in Sachanlagen | kEUR | -269,0 | -677,8 | -936,4 | -573,2 |
| Investitionen in Finanzanlagen | kEUR | -494,0 | 1,0 | -30,0 | -31,5 |
| Bereinigungen | kEUR | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Cashflow aus Investitionstätigkeit | kEUR | -9.749,5 | -1.232,6 | -1.322,9 | -691,3 |
| Free Cashflow | kEUR | -2.490,0 | -3.186,9 | -5.170,5 | 1.673,2 |
| Einzahlungen aus Barkapitalerhöhungen | kEUR | 3.096,6 | 1.612,9 | 0,0 | 0,0 |
| Einzahlungen Aufnahme Finanzverbindlichkeiten | kEUR | 250,0 | 2.500,0 | 5.000,0 | 12,5 |
| Auszahlungen aus Tilgung von Finanzverbindlichkeiten | kEUR | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Bereinigungen | kEUR | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Cashflow aus Finanzierungstätigkeit | kEUR | 3.346,6 | 4.112,9 | 5.000,0 | 12,5 |
| Zahlungswirksame Veränderung liquide Mittel | kEUR | 856,6 | 926,0 | -170,5 | 1.685,7 |
| Liquide Mittel am Anfang der Periode | kEUR | 880,0 | 1.736,6 | 2.662,6 | 2.492,1 |
| Liquide Mittel am Ende der Periode | kEUR | 1.736,6 | 2.662,6 | 2.492,1 | 4.177,9 |
| QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL | | | | | |

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Studie wurde erstellt durch die



Großhesseloher Straße 15c – München – Deutschland – Telefon +49 (89) 74443558 Fax +49 (89) 74443445

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 Anlagendingen 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 deren 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 |
| 28.07.2011 | EUR 4,00 | Buy | 1, 2, 8 |
| 21.11.2011 | EUR 4,00 | Buy | 1, 2, 8 |
| 06.12.2011 | EUR 4,00 | Buy | 1, 2, 8 |
| 13.12.2011 | EUR 4,00 | Buy | 1, 2, 8 |
| 13.02.2012 | 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

1. 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.

2. 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.

3. 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 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.