

HPI AG

Reuters: CEW3.DE

Bloomberg: CEW3:GR

Rating: Buy Risiko: Mittel

Kurs: EUR 1,70

Kursziel: EUR 3,90 (alt EUR 4,00)

Notizen von der Münchener m:access Konferenz

HPI hat erste Zahlen des Jahresabschlusses 2011 berichtet, die das hohe Unternehmenswachstum und den operativen Turnaround bestätigen. Damit befindet sich HPI mitten in einem wertschöpfenden Wachstumsmodus, der die Gesellschaft nach unserer Einschätzung in den kommenden Jahren zu einem führenden europäischen Einkaufs- und Prozessdienstleister werden lassen wird. Wir sehen diese Wertegenerierung noch nicht im Kurs widerspiegelt und bestätigen unsere Kaufempfehlung. Unser Kursziel liegt bei EUR 3,90 je Aktie.

HPI lag 2011 genau im Plan ...

Anlässlich der m:access Analystenkonferenz präsentierte der HPI Vorstand eine vorläufige Guidance zur Umsatz- und Ergebnisentwicklung der Geschäftsjahre 2011e und 2012e. Nach vorläufigen Zahlen erreichten die Umsätze im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 EUR 72,7 Mio. (+140% YOY), das EBIT lag bei ca. EUR 1,65 Mio. und hat sich damit gegenüber dem Vorjahr (EUR 0,5 Mio.) mehr als verdreifacht. Nach diesen vorläufigen Zahlen liegt HPI genau im Plan entsprechend der Guidance für 2011 (Umsatz EUR >70 Mio., EBIT EUR >1,65 Mio.). Wir hatten in unseren Schätzungen einen Umsatz in eben dieser Höhe, jedoch ein höheres EBIT prognostiziert

2011 (EUR Mio.)	Ist	Erwartet	Δ
Umsatz Konzern	72,7	72,7	0,0%
EBIT	1,7	1,8	-9,1%

QUELLE: SPHENE CAPITAL

... und konkretisiert Guidance für 2012e

Darüber hinaus hat der Vorstand auf der Basis dieser beiden vorläufigen Zahlen seine Guidance für das laufende Jahr bestätigt. Konkret rechnet HPI 2012e mit Umsätzen in Höhe von ca. EUR 80,0 Mio. (nur organisches Wachstum; in line mit dem bisherigen Umsatzziel von 8-10%). Weitere Umsätze in Höhe von EUR 10,0 bis EUR 20,0 Mio. könnten in diesem und in den kommenden Jahren durch Akquisitionen dazu kommen. Die erstmals genannte Guidance für das EBIT 2012e sieht einen Anstieg auf ca. EUR 2,3 Mio. vor. Aufgrund der geplanten Umstellung beruhen die Zahlen für 2012e auf IFRS; dagegen haben wir in unseren Schätzungen bisher planmäßige jährliche Goodwillabschreibungen nach HGB in Höhe von EUR 0,9 Mio. angenommen. Ohne Kenntnis weiterer Details dürften sich positive wie gegenläufige Effekte aus der Umstellung damit weitgehend die Waage halten.

Bestätigung des Buy-Ratings, PT EUR 3,90 je Aktie

Basisbedingt – nach der Anpassung unserer Schätzungen entsprechend den vorläufigen Ergebniszahlen – arrondieren wir unser Kursziel leicht auf EUR 3,90 (alt EUR 4,00), +129% gegenüber dem letzten Schlusskurs). Unserem Kursziel liegt ein dreistufiges DCF-Modell zugrunde (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 13,6x 2012e EV/EBIT und 18,5x 2012e KGV bewertet werden.

WKN/ISIN: A0JCY3
Indizes: -
Transparenz-Level: Entry Standard
Gewichtete Anzahl Aktien: 7,2 Mio.
Marktkapitalisierung: 12,3 Mio.
Handelsvolumen/Tag: 10.000
Veröffentlichung Jahresabschluss 2011: 30. April 2012

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

% vom Umsatz	2010	2011e	2012e	2013e
EBITDA	4,4%	4,2%	3,3%	3,5%
EBIT	1,5%	2,3%	2,8%	3,0%
EBT	0,9%	2,0%	2,5%	2,9%
EAT	1,0%	1,5%	1,8%	2,0%

Je Aktie/EUR	2010	2011e	2012e	2013e
EPS	0,05	0,15	0,21	0,24
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	1,12	1,28	1,53	1,82
Cashflow	1,35	-0,29	-0,09	0,26

%	2010	2011e	2012e	2013e
EK-Quote	31,4%	31,3%	34,9%	38,4%
Gearing	3,9%	29,6%	24,8%	13,4%

x	2010	2011e	2012e	2013e
KGV	32,2	10,6	8,1	7,0
EV/Umsatz	0,35	0,19	0,19	0,18
EV/EBIT	23,1	8,4	6,9	5,8
KBV	1,6	1,2	1,1	0,9

EUR Mio.	2010	2011e	2012e
Guidance: Umsatz	30,0	>70,0	80,0
Guidance: EBIT	0,45	>1,65	2,3



QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

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

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, das nach unserer Einschätzung bei einer Rezession überdurchschnittlich betroffen wäre. Bestehende Vorratsrisiken im Transaktionsgeschäft werden abgeschwächt, da HPI vor allem mit „Basic“-Produkten aus der IT, mit elektronischen Bauelementen und industriellen Ge- und Verbrauchsartikeln handelt. Diese sind weniger durch hohe Spezialisierung und ein kurzfristige Obsoleszenz-Risiken gekennzeichnet, als durch anspruchsvolle (knappe) Beschaffungswege und große Mengen-Vorteile.

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.

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

		2010	2011e	2012e	2013e
Umsatzerlöse	kEUR	29.968,0	72.666,7	84.208,2	88.134,9
YoY	%	99,9%	142,5%	15,9%	4,7%
Herstellungskosten	kEUR	-18.280,5	-49.561,3	-58.236,9	-61.146,5
In % Konzernumsatz	%	-61,0%	-68,2%	-69,2%	-69,4%
Bruttoergebnis	kEUR	11.687,5	23.105,4	25.971,3	26.988,4
In % Konzernumsatz	%	39,0%	31,8%	30,8%	30,6%
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	-21.057,7	-21.689,4
In % Konzernumsatz	%	-31,1%	-25,5%	-25,0%	-24,6%
Verwaltungskosten	kEUR	-3.751,0	-4.000,0	-4.592,5	-4.730,3
In % Konzernumsatz	%	-12,5%	-5,5%	-5,5%	-5,4%
EBITDA	kEUR	1.306,5	3.017,9	2.814,8	3.123,7
EBITDA-Marge	%	4,4%	4,2%	3,3%	3,5%
Abschreibungen	kEUR	-348,0	-432,8	-433,7	-442,4
Goodwill Abschreibungen	kEUR	-506,5	-932,8	0,0	0,0
Betriebsergebnis (EBIT)	kEUR	452,0	1.652,3	2.381,1	2.681,3
EBIT-Marge	%	1,5%	2,3%	2,8%	3,0%
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	1.462,3	2.113,6	2.533,8
EBT-Marge	%	0,9%	2,0%	2,5%	2,9%
Ertragssteuern	kEUR	97,0	-134,2	-298,4	-467,1
In % Steuerquote	%	36,5%	-9,2%	-14,1%	-18,4%
Ergebnis vor Anteilen Dritter	kEUR	363,0	1.328,0	1.815,2	2.066,7
Anteile Dritter	kEUR	-55,0	-268,1	-284,4	-301,7
Konzernergebnis	kEUR	308,0	1.060,0	1.530,8	1.765,0
Netto-Marge		1,0%	1,5%	1,8%	2,0%
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	0,15	0,21	0,24
Ergebnis je Aktie (diluted)	EUR	0,05	0,15	0,19	0,22
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL					

Bilanz

		2010	2011e	2012e	2013e
Langfristige Vermögenswerte	kEUR	10.035,0	9.902,0	9.952,0	10.124,5
Immaterielle Vermögenswerte	kEUR	9.129,0	8.752,0	8.752,0	8.834,5
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	18.918,7	20.264,2	21.853,9
Vorräte	kEUR	3.436,0	8.500,0	10.047,0	10.831,0
Forderungen Lieferungen & Leist.	kEUR	1.902,0	4.700,0	5.555,4	5.988,9
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	2.513,9	1.392,8	1.699,6
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	29.198,0	30.604,2	32.377,3
Eigenkapital	kEUR	6.337,6	9.278,5	11.093,8	13.160,2
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	1.121,0	2.651,7	4.416,8
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	416,5	718,2
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	16.281,0	15.901,3
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	12.411,0	12.989,8
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	29.198,0	30.604,2	32.377,3
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL					

Bilanz (Normalisierte Fassung)

		2010	2011e	2012e	2013e
Langfristige Vermögenswerte	kEUR	48,6%	33,9%	32,5%	31,3%
Immaterielle Vermögenswerte	kEUR	44,3%	30,0%	28,6%	27,3%
Sachanlagen	kEUR	1,5%	1,9%	2,0%	2,0%
Langfristige finanzielle Vermögenswerte	kEUR	2,9%	2,1%	2,0%	1,9%
Kurzfristige Vermögenswerte	kEUR	49,5%	64,8%	66,2%	67,5%
Vorräte	kEUR	16,7%	29,1%	32,8%	33,5%
Forderungen Lieferungen & Leist.	kEUR	9,2%	16,1%	18,2%	18,5%
Laufende Ertragssteuerforderungen	kEUR	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	kEUR	15,2%	11,0%	10,7%	10,3%
Liquide Mittel	kEUR	8,4%	8,6%	4,6%	5,2%
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%	31,8%	36,2%	40,6%
Gezeichnetes Kapital	kEUR	27,3%	24,8%	23,7%	22,4%
Kapitalrücklage	kEUR	1,0%	0,7%	0,7%	0,6%
Gewinnrücklage	kEUR	0,3%	3,8%	8,7%	13,6%
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%	14,3%	10,6%	10,2%
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%	5,5%	5,4%	5,3%
Kurzfristige Schulden	kEUR	61,4%	53,9%	53,2%	49,1%
Rückstellungen	kEUR	7,4%	5,3%	5,2%	5,2%
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	kEUR	1,2%	0,9%	4,1%	0,8%
Verbindlichkeiten Lieferungen & Leist.	kEUR	23,9%	40,8%	40,6%	40,1%
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

		2010	2011e	2012e	2013e
Konzernergebnis	kEUR	363,0	1.328,0	1.815,2	2.066,7
Planmäßige Abschreibungen	kEUR	854,5	1.365,6	433,7	442,4
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	-2.475,8	-1.292,4
Veränderung der Verbindlichkeiten u. a. Passiva	kEUR	8.862,0	3.063,0	-509,0	527,7
Bereinigungen	kEUR	113,0	-2,0	0,0	-0,3
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	kEUR	7.607,5	-2.103,0	-637,3	1.909,2
Investitionen in immaterielles Vermögen	kEUR	-8.986,5	-555,8	0,0	-82,5
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	-614,9
Free Cashflow	kEUR	-2.490,0	-3.335,6	-1.121,0	1.294,3
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	777,3	-1.121,0	306,8
Liquide Mittel am Anfang der Periode	kEUR	880,0	1.736,6	2.513,9	1.392,8
Liquide Mittel am Ende der Periode	kEUR	1.736,6	2.513,9	1.392,8	1.699,6
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL					

DCF-Modell

		2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Nettoerlöse	KEUR	84.208	88.135	91.992	95.545	98.643	101.273	103.534	105.577	107.532	109.479	111.451
YoY	%	15,9%	4,7%	4,4%	3,9%	3,2%	2,7%	2,2%	2,0%	1,9%	1,8%	1,8%
EBIT	KEUR	2.381	2.681	2.983	3.289	3.593	3.891	4.185	4.479	4.777	5.082	5.397
in % der Umsätze	%	2,8%	3,0%	3,2%	3,4%	3,6%	3,8%	4,0%	4,2%	4,4%	4,6%	4,8%
Steuerquote	%	14,1%	18,4%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
EBIT(1-t)	KEUR	2.045	2.187	2.058	2.269	2.479	2.685	2.888	3.090	3.296	3.507	3.724
Reinvestment	kEUR	-1.776	-633	-622	-573	-500	-424	-365	-329	-315	-314	-318
FCFF	kEUR	269	1.554	1.436	1.696	1.979	2.261	2.523	2.761	2.981	3.193	3.406
Invested Capital	kEUR	12.451	12.239	12.861	13.434	13.934	14.358	14.723	15.052	15.368	15.682	16.000
ROCE	%	16,4%	17,9%	16,0%	16,9%	17,8%	18,7%	19,6%	20,5%	21,4%	22,4%	23,3%
WACC	%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	7,1%	7,5%	7,8%	8,2%	8,5%	8,9%
PV (FCFF)	kEUR	252	1.363	1.180	1.306	1.427	1.522	1.580	1.603	1.600	1.579	1.547
Terminal Cashflow	kEUR	2.186										
Terminal Cost of Capital	%	8,9%										
Terminal Value	kEUR	30.783										
PV (Terminal Value)	kEUR	13.979										
PV (CF über 10 Jahre)	kEUR	14.958										
Summe PV	kEUR	28.937										
Insolvenzrisiko	%	2,0%										
PV Operative Assets	kEUR	28.358										
Debt	kEUR	2.750										
Cash	kEUR	2.514										
Wert des Eigenkapitals	kEUR	28.122										
Anzahl der Aktien	kEUR	7.249										
Geschätzter Wert je Aktie	kEUR	3,90										

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Auf einen Blick I

Key Data		2009	2010e	2011e	2012e	2013e
Umsatz	KEUR	14.995,0	29.968,0	72.666,7	84.208,2	88.134,9
Rohrertrag	KEUR	4.330,0	11.687,5	23.105,4	25.971,3	26.988,4
EBITDA	KEUR	629,0	1.306,5	3.017,9	2.814,8	3.123,7
EBIT	KEUR	-124,0	452,0	1.652,3	2.381,1	2.681,3
EBT	KEUR	-207,0	266,0	1.462,3	2.113,6	2.533,8
Nettoergebnis	KEUR	-33,0	308,0	1.060,0	1.530,8	1.765,0
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	1,70	1,70
EPS	EUR	-0,01	0,05	0,15	0,21	0,24
BVPS	EUR	0,50	1,12	1,28	1,53	1,82
CFPS	EUR	-0,07	1,35	-0,29	-0,09	0,26
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR					3,90
Profitabilitätskennzahlen						
EBITDA-Marge	%	4,2%	4,4%	4,2%	3,3%	3,5%
EBIT-Marge	%	-0,8%	1,5%	2,3%	2,8%	3,0%
EBT-Marge	%	-1,4%	0,9%	2,0%	2,5%	2,9%
Netto-Marge	%	-0,2%	1,0%	1,5%	1,8%	2,0%
FCF-Marge	%	n/a	n/a	n/a	n/a	1,5%
ROE	%	-1,2%	4,9%	11,4%	13,8%	13,4%
NWC/Umsatz	%	12,2%	1,4%	1,8%	3,8%	4,3%
Pro-Kopf-Umsatz	KEUR	652,0	174,2	378,5	438,6	440,7
Pro-Kopf-EBIT	KEUR	-5,4	2,6	8,6	12,4	13,4
Wachstumsraten						
Umsatz	%	n/a	99,9%	142,5%	15,9%	4,7%
Rohrertrag	%	n/a	169,9%	97,7%	12,4%	3,9%
EBITDA	%	n/a	107,7%	131,0%	-6,7%	11,0%
EBIT	%	n/a	n/a	265,5%	44,1%	12,6%
EBT	%	n/a	n/a	449,7%	44,5%	19,9%
Nettoergebnis	%	n/a	n/a	244,1%	44,4%	15,3%
EPS	%	n/a	n/a	167,6%	44,4%	15,3%
CFPS	%	n/a	n/a	n/a	-69,7%	n/a
Bilanzkennzahlen						
Sachanlagevermögen	KEUR	36,0	305,0	550,0	600,0	660,0
Umlaufvermögen	KEUR	4.729,0	10.216,6	18.918,7	20.264,2	21.853,9
Eigenkapital	KEUR	2.765,0	6.337,6	9.278,5	11.093,8	13.160,2
Verbindlichkeiten	KEUR	2.773,0	14.290,0	19.919,5	19.510,4	19.217,1
EK-Quote	%	49,9%	30,7%	31,8%	36,2%	40,6%
Gearing	%	100,3%	225,5%	214,7%	175,9%	146,0%
Working Capital	KEUR	1.832,0	410,0	1.300,0	3.191,4	3.830,1
Capital Employed	KEUR	2.517,0	1.809,0	3.500,0	5.441,4	6.222,6
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						

Auf einen Blick II

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	12.324,1	12.324,1
Nettoverschuldung	kEUR	-880,0	-1.486,6	236,1	1.357,2	62,9
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	416,5	718,2
Finanzanlagen des Anlagevermögens	kEUR	107,0	601,0	600,0	600,0	630,0
Enterprise Value Hoch	kEUR	2.002,7	14.789,0	19.818,5	n/a	n/a
Enterprise Value Tief	kEUR	448,3	1.317,5	12.786,5	n/a	n/a
Enterprise Value Durchschnitt	kEUR	1.614,1	7.461,4	16.121,3	n/a	n/a
Enterprise Value Schlusskurs	kEUR	448,3	10.448,8	13.801,4	16.342,2	15.461,8
Bewertungskennzahlen						
EV/Umsatz Hoch	x	0,13	0,49	0,27	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	0,03	0,04	0,18	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	0,18
EV/EBITDA	x	0,7	8,0	4,6	5,8	4,9
EV/EBIT Hoch	x	n/a	32,7	12,0	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	n/a	2,9	7,7	n/a	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	n/a	16,5	9,8	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	n/a	23,1	8,4	6,9	5,8
KGV Hoch	x	n/a	46,3	16,3	n/a	n/a
KGV Tief		n/a	2,6	9,6	n/a	n/a
KGV Durchschnitt		n/a	22,5	12,8	n/a	n/a
KGV Schlusskurs		n/a	32,2	10,6	8,1	7,0
KBV	x	0,4	1,6	1,2	1,1	0,9
KCF	x	n/a	1,3	n/a	n/a	6,5
FCF-yield	%	-95,4%	-25,1%	-29,7%	-9,1%	10,5%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cashflow						
Operativer Cashflow	kEUR	-373,0	7.607,5	-2.103,0	-637,3	1.909,2
Investiver Cashflow	kEUR	-792,0	-10.097,5	-1.232,6	-483,7	-614,9
Free Cashflow	kEUR	-1.165,0	-2.490,0	-3.335,6	-1.121,0	1.294,3
Finanz-Cashflow	kEUR	2.740,0	3.346,6	4.112,9	0,0	-987,5
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						



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 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 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
02.04.2012	EUR 3,90	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 Finanzdatenangebern, den Veröffentlichungen des analysierten Unternehmens und anderen öffentlich zugänglichen Medien.

Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

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

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

Erklärung des Erstellers dieser Studie

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