

HPI AG

Reuters: HPIG.DE

Bloomberg: CEW3:GR

Rating: Buy Risiko: Mittel

Kurs: EUR 1,40

Kursziel: EUR 4,00 (alt EUR 3,80)

Erstmals über EUR 100 Mio. Umsatz erwartet

Neunmonatszahlen im Überblick

In den ersten neun Monaten 2012 erzielte HPI einen Umsatz von EUR 76,0 Mio. (Vorjahr EUR 55,0 Mio.); EUR 55,0 Mio. (Vorjahr EUR 34,0 Mio.) entfielen auf den Bereich Electronics und EUR 21,0 Mio. (Vorjahr EUR 21,0 Mio.) auf den Bereich Industrial. Das operative Ergebnis lag bei EUR 1,0 Mio. (Vorjahr EUR 1,4 Mio.).

Übernahme von TND

Rückwirkend zum 1.1.2012 übernimmt HPI den Server- und Storage-Lösungsanbieter TND mit Sitz in Oldenburg. TND ist mit einem Umsatz von EUR 28,0 Mio. und einem EBIT von EUR 0,3 Mio. im Neunmonatsergebnis enthalten. Parallel zu den Cloud-Lösungen der 3KV werden den Kunden zukünftig In-house-Server- und Storage-Produkte der TND in kompletten Lösungspaketen angeboten. Darüber hinaus soll 3KV die Logistikkapazitäten und die elektronische Vermarktungsplattform der TND nutzen. Für beide Tochtergesellschaften sehen wir aufgrund ihres komplementären Produktangebots erhebliche Cross Selling-Potentiale. TND wird 2012e nach unseren Schätzungen Umsätze von EUR 45,0 Mio. und ein EBIT von EUR 0,6 Mio. erwirtschaften.

Umsatz-Guidance wird deutlich übertroffen

Mit der Übernahme wird HPI 2012e nach unseren Schätzungen erstmals die Umsatzschwelle von EUR 100,0 Mio. überschreiten. Damit hätte HPI das Umsatzvolumen seit Gründung im Jahr 2010 mehr als verdreifacht und die zu Jahresbeginn ausgegebene Umsatz-Guidance von EUR 80,0 Mio. deutlich übertroffen. Obwohl Akquisitionen der wesentliche Grund dafür waren, wird HPI nach unseren Schätzungen im laufenden Jahr auch organisch um 4,0% wachsen.

EBIT-Guidance weiterhin erreichbar

Die Guidance eines EBIT von EUR 2,3 Mio. 2012e sieht das Management weiterhin für erreichbar, allerdings unter der Maßgabe, dass eine weitere Übernahme in 2012e konsolidiert wird. Unsere konservativeren Prognosen basieren auf dem gegenwärtigen Konsolidierungskreis. Wir rechnen nach Überarbeitung unserer Schätzungen für 2012e mit einem EBIT in Höhe von EUR 1,5 Mio. (Marge 1,4%) und für 2013e mit einem EBIT von EUR 2,4 Mio. (Marge 2,2%). Dabei haben wir TND 2012e mit EUR 0,6 Mio. und 2013e mit EUR 0,9 Mio. berücksichtigt.

Anhebung des Kurszieles, Buy-Rating bestätigt

Wir bewerten die HPI-Aktie anhand eines dreistufigen DCF-Modells, das aus unserer Sicht die langfristigen Werttreiber des Unternehmens am besten wiedergibt. Unser DCF-Modell ergibt im Base-Case-Szenario ein Kursziel von EUR 4,00 (bisläng EUR 3,80) je Aktie.

Risiken

Die Integration der erworbenen Gesellschaften birgt grundsätzlich Integrationsrisiken. Die Umsetzung des anorganischen Wachstums stößt nach unserer Einschätzung dann an Grenzen, wenn zusätzliches Projektmanagement und Beratungsfähigkeiten gefordert werden. Externe Risiken sind vor allem konjunktureller Natur, denn durch den Gewinn neuer Kunden wird das Portfolio der HPI zwar zunehmend diversifiziert, von der konjunkturellen Sensitivität ihrer Stammkunden wird sich HPI dennoch nicht abkoppeln können.

WKN/ISIN: A0JCY3

Indizes: -

Transparenz-Level: Entry Standard

Gewichtete Anzahl Aktien: 7,3 Mio.

Marktkapitalisierung: 10,2 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 10.000

Veröffentlichung Jahresabschluss: vss. Mai 2013

EUR Mio.	2010	2011	2012e	2013e
Umsatz	29,9	77,1	107,5	111,1
EBITDA	1,3	3,2	2,2	3,1
EBIT	0,5	1,7	1,5	2,4
EBT	0,3	1,1	0,9	1,8
EAT	0,3	0,2	0,8	1,2

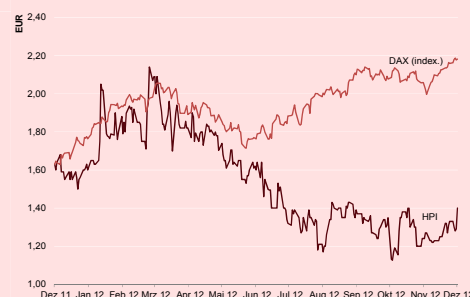
% vom Umsatz	2010	2011	2012e	2013e
EBITDA	4,4%	4,1%	2,0%	2,8%
EBIT	1,5%	2,2%	1,4%	2,2%
EBT	0,9%	1,5%	0,8%	1,6%
EAT	1,0%	0,3%	0,7%	1,1%

Je Aktie/EUR	2010	2011	2012e	2013e
EPS	0,05	0,03	0,11	0,15
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	1,12	1,55	1,69	1,77
Cashflow	1,25	0,18	-0,38	0,17

%	2010	2011	2012e	2013e
EK-Quote	30,7%	43,1%	36,8%	38,7%
Gearing	3,9%	12,4%	58,5%	53,3%

X	2010	2011	2012e	2013e
KGV	32,2	55,7	13,1	9,1
EV/Umsatz	0,35	0,16	0,16	0,15
EV/EBIT	23,1	7,5	11,2	7,0
KBV	1,6	1,0	0,8	0,8

EUR Mio.	2010e	2011e	2012e
Guidance: Umsatz	30,0	>70,0	>100,0
Guidance: EBIT	0,45	1,65	2,3



QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Susanne Hasler, CFA
+49 (89) 74 44 35 58 / +49 (176) 24 60 52 66
susanne.hasler@sphene-capital.de

Wir bewerten die HPI-Aktie anhand eines dreistufigen DCF-Modells, das aus unserer Sicht die langfristigen Werttreiber des Unternehmens am besten wiedergibt. In das Base Case-Szenario fließt nur das organische Wachstum der HPI ein. Die Grobplanungsphase beginnt 2015 und endet 2022. Danach ermitteln wir den Terminal Value. Unser DCF-Modell ergibt im Base Case-Szenario ein Kursziel von EUR 4,00 je Aktie.

Basisannahmen für das DCF-Modell

Die unserem DCF-Modell zugrunde liegenden Annahmen sind, dass

- ✦ HPI bis zum Jahr 2014e ein durchschnittliches jährliches Wachstum der Umsätze von 14,8% aufweisen wird;
- ✦ die Umsätze in der Grobplanungsphase 2014e-2022e ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 2,2% erreichen werden;
- ✦ sich die wichtigen Performance-Kennzahlen während der Grobplanungsphase einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden;
- ✦ sich die EBIT-Margen von 2,8% in 2014e auf 3,5% in 2022e sukzessive erhöhen und im anschließenden Terminal Value bei 3,5% bleiben werden.
- ✦ der Grenzsteuersatz auf ein durchschnittliches Niveau von 33,0% ansteigen wird;
- ✦ die durchschnittlichen Wachstumsraten der FCF im Terminal Value bei 1,3% liegen, was dem aktuellen risikolosen Zinssatz einer zehnjährigen Bundesanleihe entspricht;
- ✦ HPI ein Fundamental-beta von 1,4 aufweist. In diesen Wert gehen Risiken aus der Wettbewerbsintensität, dem Diversifizierungsgrad und der Unternehmensprognose sowie finanzielle Risiken mit Werten von jeweils 0,1 ein.
- ✦ HPI einen im Zeitablauf stetig steigenden Kapitalumschlag aufweist, was sich in steigenden Reinvestitionen (Capex, Working Capital und M&A) niederschlagen wird;
- ✦ HPI ein langfristiges Rating von B+ aufweist, was im Terminal Value mit einer jährlichen Insolvenzwahrscheinlichkeit von etwa 1,5% verbunden ist;
- ✦ dass sich die aktuellen WACC aus dem risikolosen Zins von derzeit 1,3%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen und einer implizit ermittelten Risikoprämie für den Gesamtmarkt von aktuell 4,6% zusammensetzen. Auf dem aktuellen Niveau lassen sich nur grobe Annahmen über die wahrscheinlichen Risikoprämien für das Fremdkapital treffen; trotz der steigenden Ertragsentwicklung gehen wir von deutlichen Risikoprämien für das Fremdkapital von aktuell etwa 8,0% aus. Schließlich rechnen wir damit, dass HPI eine Zielkapitalstruktur von ~66,6/33,3% anstrebt. Damit ergeben sich WACC in Höhe von aktuell rund 7,2%.
- ✦ dass HPI im Terminal Value Kapitalkosten haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden. Demzufolge unterstellen wir bis zum Terminal Value einen sukzessiven Anstieg der WACC von derzeit 7,2% auf dann 7,8%.

Wir haben nur das organische Wachstum der HPI berücksichtigt, das wir mit einem CAGR von 2,2% bis 2022e konservativ angesetzt haben.

Auf Sicht von zwölf Monaten ergibt unser Base Case-Szenario ein Kursziel von EUR 4,00 (bislang EUR 3,80) je Aktie

Dabei werden etwa 42,5% des gesamten Unternehmenswertes aus dem Terminal Value abgeleitet, 57,5% aus den in der zehnjährigen Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows.

Das DCF-Modell ist vor allem abhängig von den Annahmen bezüglich der operativen Profitabilitätskennzahlen und der erwarteten Wachstumsraten des Terminal Value:

Bull Case-Szenario = Fair Value EUR 4,80 je Aktie

In unserem Bull Case-Szenario haben wir die Ziele des HPI Managements abgebildet, das mittelfristig eine Verbesserung der EBIT-Marge von derzeit 1,4% (2012e) auf bis zu 5,0% anstrebt. Unter der Nutzung von Synergien zwischen den Tochtergesellschaften, höheren Volumina und damit einer noch stärkeren Verhandlungsposition im Einkauf sowie sinkenden Transaktionskosten halten wir dieses Szenario und damit das Bull Case-Kursziel für erreichbar.

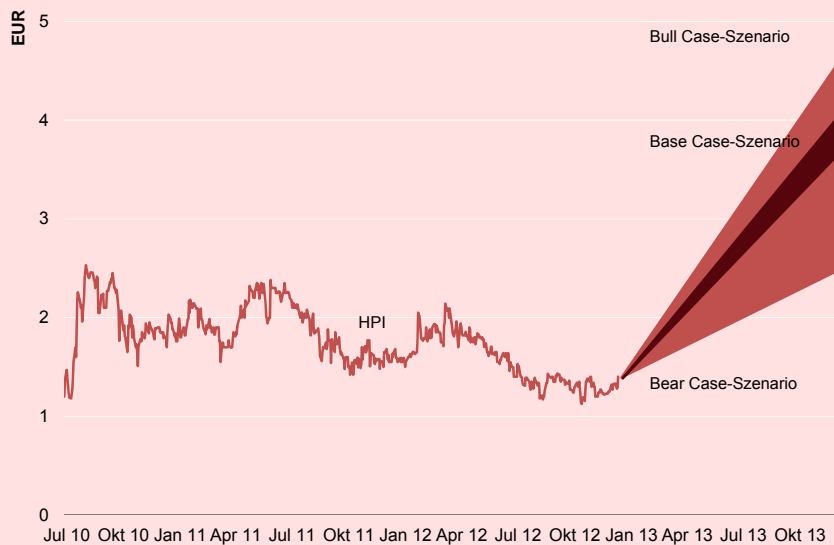
Im Bull Case-Szenario wird die Zielsetzung des Managements einer mittelfristigen EBIT-Marge von 5,0% abgebildet.

Base Case-Szenario = Fair Value EUR 4,00 je Aktie

Bear Case-Szenario = Fair Value EUR 2,50 je Aktie

In einem Bear Case-Szenario adjustieren wir die Terminal Value-EBIT-Marge von 3,5% um 300 Basispunkte auf 0,5% und reduzieren das durchschnittliche jährliche Wachstum während des Terminal Value auf 0,4% von 1,3%. Damit würden wir unterstellen, dass sich die Wettbewerbsintensität in beiden Geschäftsbereichen massiv verschärft und die Ausschöpfung von Synergieeffekten nicht die erwarteten Effekte auf die Margen hat. In diesem Szenario würde der Unternehmenswert von HPI bis auf EUR 2,50 je Aktie zurückgehen.

ABBILDUNG 1: KURSENTWICKLUNG UND –PROGNOSE



In unserem Base Case-Szenario haben wir einen deutlichen Rückgang der Wachstumsraten ab 2014e unterstellt. Ab 2021e würde HPI nur noch mit 1,3% p.a. wachsen, bei einer EBIT-Marge von 3,5%.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Mit der Übernahme von TND wird HPI 2012e erstmals die Umsatzschwelle von EUR 100,0 Mio. überschreiten. Damit hätte das Unternehmen sein Umsatzvolumen seit der Formierung im Jahr 2010 mehr als verdreifacht. Akquisitionen waren der wesentliche Grund dafür; allerdings konnte HPI im vergangenen und im laufenden Jahr auch organisch um 10,2% bzw. 4,0% (erw.) wachsen. Nach unserer Schätzung wird HPI auch 2013e aus eigener Kraft um 5,6% zulegen und sich gegen das gegenwärtig schwierigere konjunkturelle Umfeld stemmen. Damit würde HPI die zu Jahresbeginn aufgestellte Guidance eines organischen Umsatzanstiegs von jeweils 4,0% in den Jahren 2012e und 2013e genau bzw. sogar übertreffen.

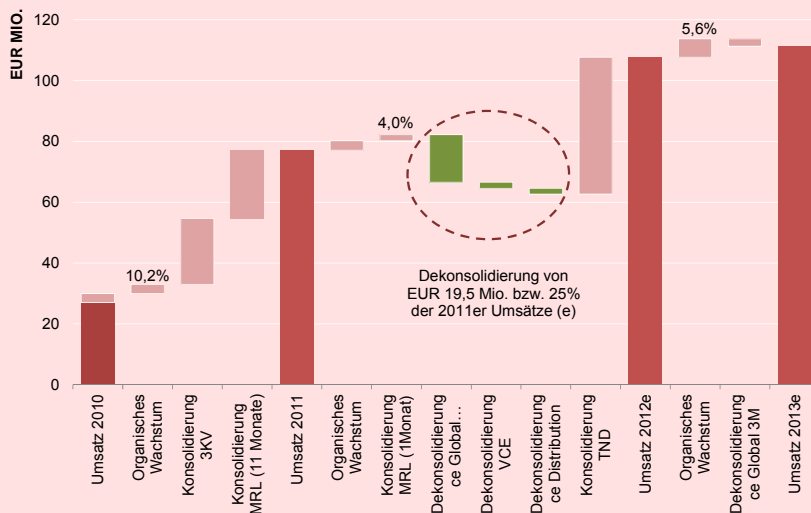
Die Anfang des Jahres aufgestellte Guidance eines EBIT von EUR 2,3 Mio. sieht das Management weiterhin für erreichbar. Allerdings unter der Maßgabe, dass eine weitere Übernahme zum Abschluss gebracht und noch 2012e konsolidiert werden kann. Wie auch bislang basieren unsere Schätzungen für 2012e und 2013e auf dem gegenwärtigen Konsolidierungskreis, nun inklusive TND. Wir rechnen für 2012e mit einem EBIT in Höhe von EUR 1,5 Mio. (bisher EUR 2,2 Mio.) bzw. einer Umsatzmarge von 1,4%. Für 2013e erwarten wir ein EBIT von EUR 2,4 Mio. (bisher EUR 2,6 Mio.) bzw. eine Marge von 2,2%. In diesen Schätzungen haben wir TND im laufenden Jahr mit EUR 0,6 Mio. und im kommenden Jahr mit EUR 0,9 Mio. berücksichtigt.

Das Geschäftsmodell im Überblick

Geschäftsgegenstand der HPI ist die Erbringung von Dienstleistungen in den Aufgabenbereichen des Einkaufs und der Logistik. Die eigenständigen, unter ihrer jeweiligen Marke geführten Tochtergesellschaften der HPI verfügen über langjährige Erfahrung in den Branchen IT/Elektronik, Automotive, Aerospace/Defence, Maschinen- und Anlagenbau, Stahl sowie Chemie- und Pharma. Die Organisationsstruktur gliedert sich in die beiden Konzernbereiche HPI Electronics bzw. HPI Industrial:

- ✦ HPI Electronics umfasst nach der Dekonsolidierung von ce Global Sourcing, HPI Distribution und VCE im laufenden Geschäftsjahr die 100%igen Tochtergesellschaften Azego Components (IT-Bauelemente) mit Sitz in Dornach und 3KV mit Sitz in Krailling (IT-Netzwerkprodukte). Zuletzt wurde darüber hinaus die 100% Übernahme des Server- und Storage-Lösungsanbieters TND mit Sitz in Oldenburg gemeldet. TND wird rückwirkend ab 1.1.2012 in das Jahresergebnis der HPI einfließen.
- ✦ HPI Industrial besteht aus der früheren HPI GmbH in Sulzbach und deren Tochtergesellschaften HPI Sourcing (100%), HPI Resource (26%), HPI Intl. Trading & Chemical (100%) und HPI Logistics (100%) sowie der 50,1%igen Beteiligung an der MRL Mannesmannröhren Logistic GmbH in Ratingen.

ABBILDUNG 2: UMSATZWACHSTUM AUS M&A UND ORGANISCH



Im Rahmen zweier MBOs hat sich HPI 2012 von je 51% der Anteile an VCE Virtual Chip Exchange (zum 01.01.2012) und ce Global Sourcing (01.04.2012) getrennt. Darüber hinaus wurde die Tochter HPI Distribution (zum 01.01.2012) vollständig verkauft bzw. wesentliche Teile des Geschäftes an die ce Global übertragen. Durch die Dekonsolidierung der drei Gesellschaften entfällt 2012e ein Umsatzvolumen in Höhe von geschätzt EUR 19,5 Mio. oder 25% der 2011er Umsätze.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

M&A Strategie in Verbindung mit organischem Umsatzwachstum

HPI verfolgt eine dezidierte M&A Strategie. Diese hat sich seit dem Zusammenschluss der beiden Vorgängergesellschaften ce/HPI Hoechst Procurement GmbH im Juni 2010 in dreistelligen Zuwachsraten von Umsatz und Ergebnissen niedergeschlagen. Im Geschäftsjahr 2011 stiegen die Umsätze um 157,9% auf EUR 77,1 Mio. Das EBIT wurde im selben Zeitraum von EUR 0,5 Mio. auf EUR 1,7 Mio. mehr als verdreifacht (Anstieg gegenüber 2010 +273,8%). Gleichzeitig profitieren die bestehenden und übernommenen Tochtergesellschaften vom Zugriff auf die Kompetenz und Leistungsfähigkeit sowie den Finanzierungsmöglichkeiten im Konzernverbund. Vor diesem Hintergrund war die erstmalige Konsolidierung der neuerworbenen Tochtergesellschaften zwar zu einem großen Teil, keinesfalls jedoch allein für das Wachstum der Gesellschaft verantwortlich. Im vorigen Geschäftsjahr 2011 erzielte HPI ein organisches Umsatzwachstum von 10,2% und auch im laufenden sowie dem kommenden Geschäftsjahr 2012e und 2013e erwarten wir organische Wachstumsraten von 4,0% bzw. 5,6%.

Organisches Wachstum der Tochtergesellschaften profitiert vom Zugriff auf die Kompetenz, Leistungsfähigkeit und den Finanzierungsmöglichkeiten im Konzernverbund.

Deutlich höhere Wachstumsraten als das Geschäftsmodell vermuten ließe

Damit gelingt es HPI, sich erfolgreich gegen das gegenwärtige schwächere konjunkturelle Umfeld zu stemmen. Trotzdem machen sich die Auftragsrückgänge großer Stammkunden (insbesondere aus der Stahlindustrie) und zuletzt auch in der Halbleiterindustrie bemerkbar. Während die Umsätze der Tochtergesellschaften im fortgeführten Konsolidierungskreis (3KV, Azego Components, HPI GmbH-Tochtergesellschaften, MLR) zum H1/2012 noch um geschätzt 9,6% zulegen konnten, hat sich das Wachstum nach neun Monaten nach unserer Schätzungen auf 7,1% verlangsamt. Inklusive der Tochter ce Global Sourcing, die erst zum 1.4.2012 nach einem MBO (51%) aus dem Konsolidierungskreis ausgeschieden ist, lag das organische Wachstum nach 9M/2012 bei geschätzt 5,6%.

Umsatzerwartungen für 2012e und 2013e/Umbau des Konzernportfolios

Wir gehen davon aus, dass sich die schwierige Auftragslage im Stammkunden-geschäft der MRL (Stahl) sowie in der Halbleiterindustrie frühestens zum Ende Q1/2013e auflösen wird. Trotzdem erwarten wir für das Gesamtjahr 2012e ein noch immer sehr respektables organisches Wachstum von 4,0%. Inklusive aller Konsolidierungseffekte vor den Hintergrund der Veränderungen im Konzernport-folio erwarten wir einen Umsatzanstieg von EUR 77,1 Mio. in 2011 auf EUR 107,5 Mio. in 2012e (+39,4%). Für das Geschäftsjahr 2013e rechnen wir mit einer Belegung ab Q2/2013e und damit einem Umsatzzuwachs bis Jahresende auf EUR 111,1 Mio. (+3,4%). Das organische Wachstum (ohne ce Global Sour-cing in Q1/2012) sollte sich sogar auf 5,6% verbessern. HPI würde damit 2012e die zu Jahresbeginn aufgestellte Guidance, wonach der Vorstand 2012e und 2013e ein organisches Umsatzwachstum von jeweils 4,0% erwartet, genau tref-fen und 2013 sogar übertreffen. In den nachfolgenden Tabellen sind die wichtigs-ten Größen in unseren Umsatzprognosen zusammenfasst.

TABELLE 1: ERWARTETE UMSATZENTWICKLUNG 2012e und 2013e

EUR Mio.	2011	2012e	2013e	Kommentar
Konzern	69,8	107,5	111,1	Wir rechnen für 2012e mit einem organischen Wachstum von 4,0% und für 2013e von 5,6%.
HPI Industrial	28,3	26,9	27,6	In 2012 wird MRL erstmals für 12 Monate konsolidiert (zusätzlich EUR 2,0 Mio. auf Basis 2011), liegt aber auf vergleichbarer Basis unter dem Vorjahr; HPI GmbH bzw. deren Tochtergesellschaften wachsen leicht einstellig. 2013e profitiert MRL von neuen Großkunden und Verdreifachung der Lagerkapazität in Ratingen von 3.000 qm auf 11.000 qm und der Inbetriebnahme eines zusätzlichen Logistikhubs in Nordfrankreich (Belieferung der französischen und belgi-schen Werke von Vallourec-Mannesmann mit C-Teilen). HPI GmbH bzw. deren Tochterge-sellschaften wachsen leicht einstellig.
HPI Electronics	48,8	80,5	83,5	Hohes organisches Wachstum bei 3KV (+25%) und Azego Components (+16%). Erstmalige Konsolidierung von TND ab 1.1.2012 (EUR 45 Mio.), dagegen entfallen durch Dekonsolidierung rund EUR 20 Mio. 2013e: IDC erwartet im Bereich Cloud Com-puting 26% CAGR von 2011-2015e; auch vom erfolgten Launch einer B2B-Online-Handelsplattform für gebrauchte und ältere IT Netzwerkprodukte erwarten wir zusätzliche Wachstumsimpulse für 3KV; dazu kommt eine verstärkte Vermarktung der in 2012 übernommenen/gekauften Chiplagerüberbe-stände durch Azego Components.

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Ein weiteres Unternehmen soll ebenfalls noch 2012e konsolidiert werden

Unsere Schätzungen für 2012e und 2013e basieren wie bisher auf dem bekann-ten Konsolidierungskreis (inklusive TND). Zudem hat das Management der HPI bei der Bekanntgabe der Neunmonatszahlen den Abschluss einer weiteren Übernahme in Aussicht gestellt, die nach den Plänen ebenfalls noch im Ge-schäftsjahr 2012 konsolidiert werden sollte. Dabei handelt es sich nach den Erläuterungen während des Conference Calls erneut um einen IT-Dienstleister. Angabegemäß weist dieser ein Umsatzvolumen zwischen EUR 10,0 und 12,0 Mio. und ein EBIT von rund EUR 0,8 Mio. auf.

Eine weitere Übernahme steht offenbar kurz vor dem Abschluss.

Rohermargen geht 2012e vorübergehend zurück

Die Rohermarge geht in unserem Modell vorübergehend von 30% in 2011 auf 24% in 2012e zurück. Als Hauptgründe haben wir die Dekonsolidierung von ce Global, VCE und ce Distribution unterstellt – mit nach unserer Einschätzung überdurchschnittlichen Rohermargen – und im Gegenzug die Konsolidie-rung von TND modelliert. Konzernweit überdurchschnittliche Rohermargen

werden nach unserer Einschätzung im überwiegenden Dienstleistungsgeschäft der HPI GmbH, Azego Components und den neuen Produktfeldern der 3KV (Cloud Computing, Remarketing) erzielt werden. Damit sollte die Rohertragsmarge 2013e und 2014e wieder schrittweise ansteigen.

Ohne weitere Konsolidierungen ist das EBIT in 2012e rückläufig

Das Management der HPI hält seine Guidance eines EBIT von EUR 2,3 Mio. im laufenden Geschäftsjahr weiterhin für erreichbar, allerdings unter der Maßgabe, dass wie erwartet eine Übernahme erfolgreich abgeschlossen und damit ebenfalls noch 2012e konsolidiert wird. Demgegenüber basieren unsere Schätzungen auf dem gegenwärtigen Konsolidierungskreis (inklusive TND). Wir rechnen dabei für 2012e mit einem EBIT in Höhe von EUR 1,5 Mio. (bislang EUR 2,2 Mio.), wobei wir folgende Positionen berücksichtigt haben:

Wertberichtigungen im Vorfeld der Übernahme bei TND und Kosten durch den Kapazitätsaufbau bei MRL bei gleichzeitig schwierigen Auftragsbedingungen

- ✦ Mit EUR 0,5-0,6 Mio. haben sich der Umzug und der Kapazitätsaufbau von MRL weit stärker im Ergebnis der HPI Industrial niedergeschlagen als von uns erwartet. Wir hatten lediglich mit unmittelbaren Ergebnisbelastungen von EUR 0,2 Mio. gerechnet. Durch die Ausstattung des neuen, ca. 11.000 qm großen Logistikzentrums in Ratingen wurden die Kapazitäten für eine Verdoppelung der derzeitigen Leistung im Bereich der industriellen Ge- und Verbrauchsartikel bereit gestellt; zusätzlich wurde in Frankreich ein Logistikhub in Betrieb genommen, über den zukünftig auch die französischen und belgischen Vallourec-Werke beliefert werden sollen.
- ✦ Während MRL erheblich in den Aufbau des modernen Logistik-Centers investierte, musste die Tochter zugleich rückläufige Aufträge aus der stahlverarbeitenden Industrie verkraften.
- ✦ TND dürfte nach den Prognosen des Managements 2012e mit EUR 45,0 Mio. und einem EBIT im „mittleren sechststelligen“ Euro Bereich einfließen. Im Neunmonatsergebnis war TND mit einem Umsatz in Höhe von EUR 28,0 Mio. und einem EBIT von EUR 0,3 Mio. (1,0% Marge) konsolidiert worden. Für das Gesamtjahr 2012e haben wir eine etwas höhere Marge von 1,3% bzw. ein EBIT von EUR 0,6 Mio. unterstellt. Nach Aussagen des Managements der HPI wurden im Vorfeld der Übernahme einmalige Wertberichtigungen vorgenommen, ohne die gemäß den Aussagen des Managements das EBIT 2013e auf EUR 1,0 bis 1,2 Mio. gesteigert werden sollte.

2013e dürfte sich die Werthaltigkeit der Übernahmen erweisen

Für 2013e erwarten wir ein EBIT in Höhe von EUR 2,4 Mio. (bislang EUR 2,6 Mio.) bzw. eine Marge von 2,2%. Dabei haben wir TND mit einem Ergebnisbeitrag am unteren Rand der Guidance berücksichtigt.

Zinsergebnis

Die Übernahme von TND wurde aus Barmitteln der Gesellschaft und neuen Aktien durch eine Sachkapitalerhöhung von rund 5% des Grundkapitals finanziert. Daneben dürften insbesondere Mittel in den Aufbau des Remarketing-Programms der 3KV, die Erweiterung der Lagerüberbestandsvermarktung durch Azego Components und die Leistungsausweitung der MRL geflossen sein. Aus den Platzierungen einer Wandelanleihe, einer privaten Platzierung sowie einer Unternehmensanleihe dürften HPI nach unseren Schätzungen rund EUR 7,0 Mio. Finanzmittel zugeflossen sein. Den durchschnittlichen Fremdkapitalzinssatz haben wir bei rund 8,1% angesetzt. In Verbindung mit zu zahlenden Beratungshonoraren für die genannten Übernahmen wird HPI im laufenden Jahr einen Finanzierungsaufwand von voraussichtlich EUR -0,6 Mio. ausweisen.

Finanzierungsmöglichkeiten im Konzernverbund wurden zur Weichenstellung für das zukünftige organische Wachstum genutzt.

Die Vorsteueremarge liegt in 2012e bei 0,8%

Wir gehen davon aus, dass das Vorsteuerergebnis 2012e parallel zum operativen Ergebnis auf 0,8% vom Umsatz zurückgehen wird. 2013e sollte sich die EBT-Marge dagegen auf 1,6% verdoppeln. Insgesamt rechnen wir mit Vorsteuerergebnissen von EUR 0,9 Mio. in 2012e und EUR 1,8 Mio. in 2013e.

Jahresüberschuss und Ergebnis je Aktie

Der kombinierte Ertragssteuersatz des Mutterunternehmens aus Körperschaftsteuer, Gewerbesteuer und Solidaritätszuschlag beträgt rund 33%. Wir haben in unseren Schätzungen unterstellt, dass sich die Steuerquote ab 2013e auf diesem Niveau bewegen wird. Nach Steuern errechnet sich damit für 2012e ein Konzernergebnis von EUR 0,8 Mio. Die Nettomarge beläuft sich dann auf 0,7%. Bezogen auf durchschnittlich 7,3 Mio. Aktien ergibt sich ein Ergebnis von EUR

0,11 je Aktie (verwässert EUR 0,10 je Aktie). Für das kommende Geschäftsjahr erwarten wir beim Nettoergebnis EUR 1,2 Mio. bzw. eine Nettomarge von 1,1% und ein Ergebnis je Aktie in Höhe von EUR 0,15 (verwässert EUR 0,14 je Aktie).

Cashflow

Bedingt durch das hohe externe Wachstum und die damit verbundene deutliche Ausweitung des Geschäftsvolumens sowie den Ausbau der Lagerüberbestandsvermarktung bzw. des Remarketing-Programmes der Azego Components und der 3KV rechnen wir im laufenden Jahr mit einem negativen operativen Cashflow von EUR -2,8 Mio. Hintergrund dafür ist eine erwartete Ausweitung des Net Working Capital. Nachdem das Working Capital 2011 noch bei EUR 4,1 Mio. gelegen war, dürfte es Ende 2012e auf EUR 7,9 Mio. angestiegen sein. Die Working Capital-Quote steigt dabei in unserem Modell von 5,3% in 2011 auf 7,3% in 2012e an. Bereits ab dem kommenden Jahr rechnen wir mit einem positiven Cashflow von EUR 1,3 Mio.

Operativer Cashflow

Beim investiven Cashflow haben wir die geschätzten Investitionen im Bereich der HPI Industrial und die Übernahme von TND berücksichtigt; noch nicht jedoch eine geplante weitere Akquisition. Unter dem Strich ergibt sich damit in 2012e ein negativer Free Cashflow von EUR -5,1 Mio. und in 2013e ein positiver Free Cashflow von EUR 0,5 Mio.

Solide Bilanzkennzahlen

Die Bilanz der HPI ist trotz der Finanzierung des starken Wachstums von relativ soliden Relationen geprägt. Die Eigenkapitalquote wird 2012e nach unseren Schätzungen auf 36,8% von 43,1% in 2011 zurückgehen. Nach einer Nettoliquidität per Ende 2011 von EUR 2,8 Mio. erwarten wir im laufenden Jahr eine Nettoverschuldung in Höhe von EUR 2,6 Mio. Im Hinblick auf die Bezahlung der Kaufpreise weiterer Übernahmen stehen damit noch komfortable Mittel aus den vollzogenen Kapitalmaßnahmen zur Verfügung.

Guidance 2012 und 2013

Mit Veröffentlichung der Neunmonatsergebnisse und nach der Übernahme von TND hat der Vorstand seine Umsatzprognose für das Gesamtjahr 2012e von EUR 80 Mio. auf über EUR 100 Mio. erhöht. Nicht verändert wurde dagegen die Prognose, wonach HPI 2012e ein operatives Ergebnis in Höhe von EUR 2,3 Mio. erreichen soll; allerdings mit der Maßgabe, dass neben der Übernahme von TND eine weitere Akquisition in 2012e konsolidiert werden kann.

Erstmals sollen die Umsätze 2012e die Marke von EUR 100 Mio. übersteigen; unter der Voraussetzung eine weitere Übernahme zu vollziehen, hält das Management auch am operativen Ergebnisziel von EUR 2,3 Mio. fest.

Für das Geschäftsjahr 2013 wurde während des Conference Call ebenfalls eine Guidance ausgesprochen. Demnach setzt der Vorstand für 2013e ein EBIT-Ziel von EUR 3,0 bis 4,0 Mio. (inklusive der erwarteten Akquisition in 2012e). Erreicht werden soll dies unter anderem durch einen deutlichen Ergebnisanstieg bei TND, positiven Synergieeffekten auf Seiten der 3KV, für die weiterhin ein starkes Wachstum erwartet wird, eine ebenfalls deutliche Ergebnisverbesserung im Bereich Industrial und einem konzernweiten Einsparprogramm, durch welches generelle Kostensenkungen in Höhe von rund 0,5 Mio. umgesetzt werden sollen.

Gewinn- und Verlustrechnung

		2010	2011	2012e	2013e
Umsatzerlöse	KEUR	29.901,0	77.106,1	107.469,6	111.136,3
YoY	%	99,4%	157,9%	39,4%	3,4%
Herstellungskosten	KEUR	-18.237,0	-54.242,0	-82.125,9	-83.878,2
In % Konzernumsatz	%	-61,0%	-70,3%	-76,4%	-75,5%
Bruttoergebnis	KEUR	11.664,0	22.864,1	25.343,7	27.258,1
In % Konzernumsatz	%	39,0%	29,7%	23,6%	24,5%
Sonstige betriebliche Erträge	KEUR	2.401,0	1.426,7	1.364,4	1.337,1
Selbst erstellte immaterielle Vermögenswerte	KEUR	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	KEUR	-5.849,0	-10.590,8	-13.200,0	-13.596,0
In % Konzernumsatz	%	-19,6%	-13,7%	-12,3%	-12,2%
Verwaltungskosten	KEUR	-6.910,0	-10.504,1	-11.307,5	-11.872,9
In % Konzernumsatz	%	-23,1%	-13,6%	-10,5%	-10,7%
EBITDA	KEUR	1.306,0	3.195,9	2.200,6	3.126,3
EBITDA-Marge	%	4,4%	4,1%	2,0%	2,8%
Abschreibungen	KEUR	-347,5	-534,6	-695,0	-701,9
Goodwill Abschreibungen	KEUR	-506,5	-971,7	0,0	0,0
Betriebsergebnis (EBIT)	KEUR	452,0	1.689,6	1.505,6	2.424,3
EBIT-Marge	%	1,5%	2,2%	1,4%	2,2%
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	KEUR	83,0	59,9	44,9	33,4
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	KEUR	-269,0	-611,0	-641,3	-648,8
Nettozinsergebnis	KEUR	-186,0	-551,1	-596,4	-615,4
Ergebnis vor Ertragssteuern (EBT)	KEUR	266,0	1.138,5	909,2	1.809,0
EBT-Marge	%	0,9%	1,5%	0,8%	1,6%
Ertragssteuern	KEUR	97,0	-524,5	-227,3	-597,0
In % Steuerquote	%	36,5%	-24,9%	-25,0%	-33,0%
Ergebnis vor Anteilen Dritter	KEUR	363,0	614,0	681,9	1.212,0
Anteile Dritter	KEUR	-55,0	-412,1	96,4	-34,9
Konzernergebnis	KEUR	308,0	201,9	778,3	1.177,1
Netto-Marge		1,0%	0,3%	0,7%	1,1%
Anzahl der Aktien (basic)	k	5.636,6	7.249,5	7.279,7	7.612,0
Anzahl der Aktien (diluted)	k	5.636,6	7.249,5	7.994,0	8.326,3
Ergebnis je Aktie (basic)	EUR	0,05	0,03	0,11	0,15
Ergebnis je Aktie (diluted)	EUR	0,05	0,03	0,10	0,14

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz

		2010	2011	2012e	2013e
Langfristige Vermögenswerte	kEUR	10.035,0	8.507,9	10.608,3	10.702,9
Immaterielle Vermögenswerte	kEUR	9.129,0	8.017,3	8.717,3	8.717,3
Sachanlagen	kEUR	305,0	386,9	1.838,0	1.929,9
Langfristige finanzielle Vermögenswerte	kEUR	601,0	103,7	53,0	55,7
Kurzfristige Vermögenswerte	kEUR	10.216,6	17.023,8	22.197,6	23.667,0
Vorräte	kEUR	3.436,0	5.177,2	9.380,6	9.991,7
Forderungen Lieferungen & Leist.	kEUR	1.902,0	4.021,7	5.717,5	6.089,9
Laufende Ertragssteuerforderungen	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	kEUR	3.142,0	3.665,8	2.500,0	2.550,0
Liquide Mittel	kEUR	1.736,6	4.159,1	4.599,5	5.035,4
Rechnungsabgrenzungsposten	kEUR	310,0	425,4	429,7	429,7
Latente Steuererstattungsansprüche	kEUR	66,0	104,7	106,8	109,0
Gesamt Aktiva	kEUR	20.627,6	26.061,8	33.342,4	34.908,5
Eigenkapital	kEUR	6.337,6	11.233,4	12.280,7	13.495,6
Gezeichnetes Kapital	kEUR	5.636,6	7.249,5	7.612,0	7.612,0
Kapitalrücklage	kEUR	200,0	1.587,0	1.587,0	1.587,0
Gewinnrücklage	kEUR	61,0	61,2	839,4	2.016,6
Noch nicht verwendete Ergebnisse	kEUR	581,0	782,9	783,0	783,0
Differenz aus Währungsumrechnung	kEUR	-5,0	55,4	58,2	61,1
Minderheitsanteile	kEUR	-136,0	1.497,4	1.401,0	1.435,9
Langfristige Schulden	kEUR	1.631,0	3.912,7	9.814,2	9.919,1
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	kEUR	0,0	189,5	190,0	190,0
Anleihen	kEUR	0,0	1.200,0	7.000,0	7.000,0
Pensionsrückstellungen	kEUR	1.550,0	2.523,2	2.624,2	2.729,1
Latente Ertragssteuerschulden	kEUR	81,0	0,0	0,0	0,0
Kurzfristige Schulden	kEUR	12.180,0	10.289,5	10.616,3	10.857,4
Rückstellungen	kEUR	1.530,0	2.311,4	1.800,0	1.836,0
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	kEUR	250,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten Lieferungen & Leist.	kEUR	4.928,0	5.131,9	7.224,3	7.545,5
Laufende Ertragssteuerschulden	kEUR	49,0	417,9	417,9	438,8
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	kEUR	5.423,0	2.070,1	1.000,1	950,1
Erhaltene Anzahlungen	kEUR	0,0	10,2	0,0	0,0
Verbindlichkeiten ggü. Beteiligungen	kEUR	0,0	347,9	173,9	87,0
Rechnungsabgrenzungsposten	kEUR	479,0	499,6	504,6	509,6
Gesamt Passiva	kEUR	20.627,6	26.061,8	33.342,4	34.908,5

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Normalisierte Fassung)

		2010	2011	2012e	2013e
Langfristige Vermögenswerte	%	48,6%	32,6%	31,8%	30,7%
Immaterielle Vermögenswerte	%	44,3%	30,8%	26,1%	25,0%
Sachanlagen	%	1,5%	1,5%	5,5%	5,5%
Langfristige finanzielle Vermögenswerte	%	2,9%	0,4%	0,2%	0,2%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	49,5%	65,3%	66,6%	67,8%
Vorräte	%	16,7%	19,9%	28,1%	28,6%
Forderungen Lieferungen & Leist.	%	9,2%	15,4%	17,1%	17,4%
Laufende Ertragssteuerforderungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	%	15,2%	14,1%	7,5%	7,3%
Liquide Mittel	%	8,4%	16,0%	13,8%	14,4%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	1,5%	1,6%	1,3%	1,2%
Latente Steuererstattungsansprüche	%	0,3%	0,4%	0,3%	0,3%
Gesamt Aktiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Eigenkapital	%	30,7%	43,1%	36,8%	38,7%
Gezeichnetes Kapital	%	27,3%	27,8%	22,8%	21,8%
Kapitalrücklage	%	1,0%	6,1%	4,8%	4,5%
Gewinnrücklage	%	0,3%	0,2%	2,5%	5,8%
Noch nicht verwendete Ergebnisse	%	2,8%	3,0%	2,3%	2,2%
Differenz aus Währungsumrechnung	%	0,0%	0,2%	0,2%	0,2%
Minderheitsanteile	%	-0,7%	5,7%	4,2%	4,1%
Langfristige Schulden	%	7,9%	15,0%	29,4%	28,4%
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	%	0,0%	0,7%	0,6%	0,5%
Anleihen	%	0,0%	4,6%	21,0%	20,1%
Pensionsrückstellungen	%	7,5%	9,7%	7,9%	7,8%
Latente Ertragssteuerschulden	%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Schulden	%	59,0%	39,5%	31,8%	31,1%
Rückstellungen	%	7,4%	8,9%	5,4%	5,3%
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten Lieferungen & Leist.	%	23,9%	19,7%	21,7%	21,6%
Laufende Ertragssteuerschulden	%	0,2%	1,6%	1,3%	1,3%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	26,3%	7,9%	3,0%	2,7%
Erhaltene Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten ggü. Beteiligungen	%	0,0%	1,3%	0,5%	0,2%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	2,3%	1,9%	1,5%	1,5%
Gesamt Passiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN					

Cashflow-Statement

		2010	2011	2012e	2013e
Konzernergebnis	kEUR	363,0	614,0	681,9	1.212,0
Planmäßige Abschreibungen	kEUR	854,0	1.506,3	695,0	701,9
Gewinn Verkauf nicht fortgeführter Geschäftsbereich	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung der Rückstellungen	kEUR	2.388,0	1.039,0	-410,5	141,0
Veränderung der latenten Steuern	kEUR	17,0	249,2	-2,1	18,8
Veränderung der Vorräte, Forderungen u. a. Aktiva	kEUR	-4.941,0	-439,0	-4.737,7	-1.033,5
Veränderung der Verbindlichkeiten u. a. Passiva	kEUR	8.383,0	-1.692,2	1.022,4	292,1
Bereinigungen	kEUR	0,0	0,3	0,0	-12,9
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	kEUR	7.064,0	1.277,6	-2.751,0	1.319,3
Investitionen in immaterielles Vermögen	kEUR	-8.986,5	-225,0	-700,0	0,0
Investitionen in Sachanlagen	kEUR	-616,5	-171,0	-2.146,1	-793,8
Investitionen in Finanzanlagen	kEUR	-494,0	372,0	50,7	-2,7
Bereinigungen	kEUR	543,0	0,0	471,3	0,0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	kEUR	-9.554,0	1.119,0	-2.324,1	-796,5
Free Cashflow	kEUR	-2.490,0	2.396,6	-5.075,1	522,8
Einzahlungen aus Barkapitalerhöhungen	kEUR	3.096,6	0,0	362,5	0,0
Einzahlungen Aufnahme Finanzverbindlichkeiten	kEUR	250,0	700,0	5.800,5	0,0
Auszahlungen aus Tilgung von Finanzverbindlichkeiten	kEUR	0,0	-674,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten ggü. Beteiligungen	kEUR	0,0	0,0	-173,9	-87,0
Bereinigungen	kEUR	0,0	0,0	-473,5	0,0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	kEUR	3.346,6	26,0	5.515,5	-87,0
Zahlungswirksame Veränderung liquide Mittel	kEUR	856,6	2.422,6	440,4	435,9
Liquide Mittel am Anfang der Periode	kEUR	880,0	1.736,6	4.159,1	4.599,5
Liquide Mittel am Ende der Periode	kEUR	1.736,6	4.159,1	4.599,5	5.035,4
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN					

DCF-Modell

		2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Umsatz	kEUR	107.470	111.136	116.704	121.684	125.794	128.997	131.478	133.515	135.350	137.130	138.915
Umsatzwachstum	%	39,4%	3,4%	5,0%	4,3%	3,4%	2,5%	1,9%	1,5%	1,4%	1,3%	1,3%
EBIT	kEUR	1.506	2.424	3.306	3.544	3.764	3.963	4.145	4.316	4.484	4.652	4.824
EBIT-Marge	%	1,4%	2,2%	2,8%	2,9%	3,0%	3,1%	3,2%	3,2%	3,3%	3,4%	3,5%
Steuerquote	%	25,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
EBIT(1-t)	kEUR	1.129	1.624	2.215	2.375	2.522	2.656	2.777	2.892	3.004	3.117	3.232
Investitionen	kEUR	9.489	-1.146	-1.740	-1.556	-1.284	-1.001	-775	-637	-574	-556	-558
FCFF	kEUR	10.618	478	475	818	1.238	1.655	2.002	2.255	2.430	2.561	2.674
Investiertes Kapital	kEUR	14.871	15.650	17.390	18.946	20.231	21.232	22.007	22.644	23.217	23.773	24.331
ROCE	%	7,6%	10,4%	12,7%	12,5%	12,5%	12,5%	12,6%	12,8%	12,9%	13,1%	13,3%
WACC	%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,3%	7,4%	7,5%	7,6%	7,7%	7,8%
PV(FCFF)	kEUR	9.901	416	385	619	873	1.087	1.224	1.283	1.285	1.257	1.218
Terminal Cashflow	kEUR	2.749										
Terminal Cost of capital	%	7,8%										
Terminal value	kEUR	31.687										
PV (Terminal value)	kEUR	14.426										
PV (CF nächste 10 Jahre)	kEUR	19.547										
Summe PV	kEUR	33.973										
Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	1,5%										
Finanzschulden	kEUR	-7.190										
Cash	kEUR	4.600										
Marktwert der Minderheitsanteile	kEUR	-761										
Wert des Eigenkapitals	kEUR	30.622										
Anzahl Aktien	Mio.	7.612										
Wert je Aktie	EUR	4,00										

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick I

Key Data		2009	2010	2011	2012e	2013e
Umsatz	kEUR	14.995,0	29.901,0	77.106,1	107.469,6	111.136,3
Rohrertrag	kEUR	4.330,0	11.664,0	22.864,1	25.343,7	27.258,1
EBITDA	kEUR	-124,0	1.306,0	3.195,9	2.200,6	3.126,3
EBIT	kEUR	-877,0	452,0	1.689,6	1.505,6	2.424,3
EBT	kEUR	-960,0	266,0	1.138,5	909,2	1.809,0
Nettoergebnis	kEUR	-786,0	308,0	201,9	778,3	1.177,1
Anzahl Mitarbeiter		23	140	112	130	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	1,40	1,40
EPS	EUR	-0,14	0,05	0,03	0,11	0,15
BVPS	EUR	0,50	1,12	1,55	1,69	1,77
CFPS	EUR	-0,20	1,25	0,18	-0,38	0,17
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR					4,00
Performance bis Kursziel	%					185,7%
Profitabilitätskennzahlen						
EBITDA-Marge	%	-0,8%	4,4%	4,1%	2,0%	2,8%
EBIT-Marge	%	-5,8%	1,5%	2,2%	1,4%	2,2%
EBT-Marge	%	-6,4%	0,9%	1,5%	0,8%	1,6%
Netto-Marge	%	-5,2%	1,0%	0,3%	0,7%	1,1%
FCF-Marge	%	n/a	n/a	3,1%	n/a	0,5%
ROE	%	-28,4%	4,9%	1,8%	6,3%	8,7%
NWC/Umsatz	%	12,2%	1,4%	5,3%	7,3%	7,7%
Pro-Kopf-Umsatz	kEUR	652,0	213,6	688,4	826,7	555,7
Pro-Kopf-EBIT	kEUR	-38,1	3,2	15,1	11,6	12,1
Wachstumsraten						
Umsatz	%	n/a	99,4%	157,9%	39,4%	3,4%
Rohrertrag	%	n/a	169,4%	96,0%	10,8%	7,6%
EBITDA	%	n/a	n/a	144,7%	-31,1%	42,1%
EBIT	%	n/a	n/a	273,8%	-10,9%	61,0%
EBT	%	n/a	n/a	328,0%	-20,1%	99,0%
Nettoergebnis	%	n/a	n/a	-34,5%	285,5%	51,2%
EPS	%	n/a	n/a	-49,0%	283,9%	44,6%
CFPS	%	n/a	n/a	-85,9%	n/a	n/a
Bilanzkennzahlen						
Sachanlagevermögen	kEUR	36,0	305,0	386,9	1.838,0	1.929,9
Umlaufvermögen	kEUR	4.729,0	10.216,6	17.023,8	22.197,6	23.667,0
Eigenkapital	kEUR	2.765,0	6.337,6	11.233,4	12.280,7	13.495,6
Verbindlichkeiten	kEUR	2.773,0	13.811,0	14.202,2	20.430,5	20.776,6
EK-Quote	%	49,9%	30,7%	43,1%	36,8%	38,7%
Gearing	%	100,3%	217,9%	126,4%	166,4%	154,0%
Working Capital	kEUR	1.832,0	410,0	4.067,0	7.873,8	8.536,2
Capital Employed	kEUR	2.517,0	1.605,0	5.165,2	11.123,1	11.877,4

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick II

Enterprise Value		2009	2010	2011	2012e	2013e
Anzahl Aktien	Mio.	5,6	5,6	7,2	7,3	7,6
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	10.191,6	10.656,8
Nettoverschuldung	kEUR	-880,0	-1.486,6	-2.769,6	2.590,5	2.154,6
Pensionsrückstellungen	kEUR	0,0	1.550,0	2.523,2	2.624,2	2.729,1
Anteile Dritter	kEUR	0,0	-136,0	1.497,4	1.401,0	1.435,9
Finanzanlagen Anlagevermögen	kEUR	107,0	601,0	103,7	53,0	55,7
Enterprise Value Hoch	kEUR	2.002,7	14.789,0	18.608,5	n/a	n/a
Enterprise Value Tief	kEUR	448,3	1.317,5	11.576,5	n/a	n/a
Enterprise Value Durchschnitt	kEUR	1.614,1	7.461,4	14.911,3	n/a	n/a
Enterprise Value Schlusskurs	kEUR	448,3	10.448,8	12.591,4	16.860,3	17.032,1
Bewertungskennzahlen						
EV/Umsatz Hoch	x	0,13	0,49	0,24	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	0,03	0,04	0,15	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	0,11	0,25	0,19	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	0,03	0,35	0,16	0,16	0,15
EV/EBITDA	x	n/a	8,0	3,9	7,7	5,4
EV/EBIT Hoch	x	n/a	32,7	11,0	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	n/a	2,9	6,9	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	11,2	7,0
KGV Hoch	x	n/a	46,3	85,5	n/a	n/a
KGV Tief	x	n/a	2,6	50,6	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	n/a	22,5	67,2	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	n/a	32,2	55,7	13,1	9,1
KBV	x	0,4	1,6	1,0	0,8	0,8
KCF	x	n/a	1,4	8,8	n/a	8,1
FCF-Yield	%	-157,0%	-25,1%	21,3%	-49,8%	4,9%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cashflow						
Operativer Cashflow	kEUR	-1.126,0	7.064,0	1.277,6	-2.751,0	1.319,3
Investiver Cashflow	kEUR	-792,0	-9.554,0	1.119,0	-2.324,1	-796,5
Free Cashflow	kEUR	-1.918,0	-2.490,0	2.396,6	-5.075,1	522,8
Finanz-Cashflow	kEUR	2.740,0	3.346,6	26,0	5.515,5	-87,0
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Studie wurde erstellt durch die

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,
- ★ 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. Im Rahmen dieser Vereinbarung hat Sphene Capital GmbH eine marktübliche, vorab entrichtete Flat-Fee erhalten.

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)
17.12.2012	EUR 4,00	Buy	8
01.10.2012	EUR 3,80	Buy	1, 8
29.06.2012	EUR 3,90	Buy	1, 2, 8
21.05.2012	EUR 3,90	Buy	1, 2, 5a, 8
02.04.2012	EUR 3,90	Buy	1, 2, 8
13.02.2012	EUR 4,00	Buy	1, 2, 8
13.12.2011	EUR 4,00	Buy	1, 2, 8
06.12.2011	EUR 4,00	Buy	1, 2, 8
21.11.2011	EUR 4,00	Buy	1, 2, 8

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

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

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

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

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

Süddeutsche Aktienbank AG	Amtsgericht Stuttgart, HRB 720397
Kronenstraße 30	Vorstand:
70174 Stuttgart	Wolfgang Rück
Telefon: +49 (0)711 229315-0	Hartwig Traber
Telefax: +49 (0)711 229315-65	Volker Wild
E-Mail: 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

Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen entsprechen den Ansichten des Verfassers dieser Studie. Die Vergütung des Erstellers einer Studie hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen, die in der Studie geäußert werden, zusammen.