

HPI AG

Reuters: HPIG.DE

Bloomberg: CEW3:GR

Rating: Buy Risiko: Mittel
 Kurs: EUR 1,25
 Kursziel: EUR 2,90 (unverändert)

Belastungen des Übergangsjahrs weitgehend verarbeitet

HPI erwirtschaftete in den ersten neun Monaten 2013 Umsätze von EUR 87,3 Mio. (+15%), dies entsprach fast punktgenau unseren Erwartungen. Nach Aussagen des Managements sind die Belastungen des diesjährigen Übergangsjahrs inzwischen weitgehend verarbeitet. 2014e sollen die Umsätze daher auf über EUR 130,0 Mio. gesteigert werden und mit einem EBITDA von deutlich über EUR 3,0 Mio. eine „Phase der nachhaltigen Ergebnissteigerung“ eingeleitet werden. Aufgrund der aufgetretenen Sonderbelastungen haben wir unsere Ergebnisprognosen 2013e nach unten angepasst; für 2014e lassen wir unsere Schätzungen indes unverändert.

Kernzahlen 9M/2013

Entsprechend den vorgelegten Eckdaten erwirtschaftete HPI in den ersten neun Monaten 2013 Umsätze in Höhe von EUR 87,3 Mio. (+15% gegenüber berichteten EUR 76,0 Mio. nach 9M/2012). Davon wurden rund zwei Drittel bzw. EUR 58,6 Mio. (+6% gegenüber berichteten EUR 55,3 Mio. nach 9M/2012) im Geschäftsbereich HPI IT & Electronics erwirtschaftet, der Geschäftsbereich HPI Industrial und Renewables erlöste EUR 24,9 Mio. (+20% gegenüber berichteten EUR 20,7 Mio. nach 9M/2012). Die Konzernmutter HPI AG trug mit einem Handelsumsatz in Höhe von EUR 3,8 Mio. ebenfalls zum Umsatzwachstum bei. Operativ erzielte HPI ein EBITDA in Höhe von EUR 0,9 Mio. bzw. eine Marge von 1,0%.

9M/2013 (EUR Mio.)	Ist	Erwartet	Δ
Umsatz Konzern	87,3	88,5	-1,4%
HPI Electronics	58,6	61,2	-4,2%
HPI Industrial	24,8	27,3	-9,1%
HPI AG	3,8	n/a	n/a
EBITDA	0,9	1,1	-17,1%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Verkauf der Azego Components AG

Mit der Veräußerung der Azego Components AG hat sich HPI von sämtlichen Halbleiter-Handelsgesellschaften und Abhängigkeiten von diesem volatilen Segment gelöst. Azego Components, die nach u. E. im laufenden Jahr (wie auch 2012) einen Verlust erwirtschaftet haben dürfte, ist im vorgelegten 9M-Bericht schon nicht mehr enthalten.

Guidance 2013e

Mit Blick auf das Gesamtjahr zeigt sich das Management weiterhin vorsichtig, die Guidance wurde nochmals gesenkt. Demnach sollen 2013e Umsätze von EUR 120,0-125,0 Mio. (alt: EUR 125,0-128,0 Mio.) und ein EBITDA von EUR 1,2-1,6 Mio. (alt: EUR 1,5-1,7 Mio.) erreicht werden. Inklusive einmaliger Belastungen von über EUR 1,0 Mio. ergibt sich eine bereinigte Ergebnis-Guidance von EUR 2,2-2,6 Mio.

Rating Buy, PT EUR 2,90 (alt: EUR 2,90)

Unser Kursziel von EUR 2,90 (+132% ggü. dem letzten Schlusskurs) basiert auf einem DCF-Modell (TV EBIT-Marge 4,0%, TV WACC 7,8%, TV FCF-CAGR 1,8%, Fundamental-beta 1,5). Nach Erreichen des Kursziels wäre HPI mit 10,2x EV/EBITDA 2015e und 21,1x KGV 2015e bewertet.

WKN/ISIN: A0JCY3/ DE000A0JCY37
 Indizes: -
 Transparenz-Level: Entry Standard
 Gewichtete Anzahl Aktien: 7,2 Mio.
 Marktkapitalisierung: 9,1 Mio.
 Handelsvolumen/Tag: 10.000
 Hauptversammlung: 15. Januar 2014

EUR Mio.	2011	2012	2013e	2014e
Umsatz	77,1	115,4	120,5	130,8
EBITDA	2,7	1,1	1,3	3,1
EBIT	1,9	0,4	0,8	2,6
EBT	1,3	-1,2	-0,5	1,2
EAT	0,5	-2,3	-1,0	0,3

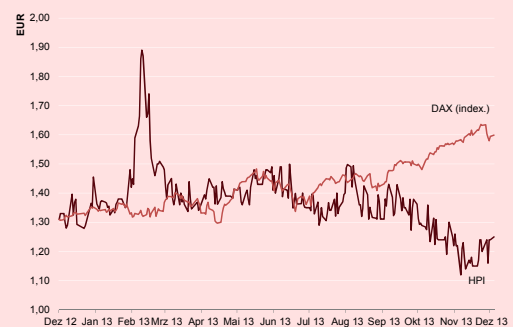
% vom Umsatz	2011	2012	2013e	2014e
EBITDA	3,6%	1,0%	1,1%	2,4%
EBIT	2,5%	0,4%	0,6%	2,0%
EBT	1,7%	-1,0%	-0,4%	0,9%
EAT	0,7%	-2,0%	-0,9%	0,2%

Je Aktie/EUR	2011	2012	2013e	2014e
EPS	0,08	-0,32	-0,14	0,03
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	1,44	1,05	0,94	1,02
Cashflow	0,41	0,04	0,10	0,14

%	2011	2012	2013e	2014e
EK-Quote	32,7%	17,5%	16,5%	18,5%
Gearing	43,6%	250%	249%	205%

X	2011	2012	2013e	2014e
KGV	19,3	n/a	n/a	35,8
EV/Umsatz	0,20	0,28	0,26	0,24
EV/EBIT	8,0	75,5	42,2	12,5
KBV	1,1	1,2	1,3	1,2

EUR Mio.	2013e	2014e
Guidance: Umsatz	120-125	>130
Guidance: EBITDA	1,2-1,6	>3,0



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

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

Nach den vorgelegten Eckdaten erwirtschaftete HPI in den ersten neun Monaten 2013 Umsätze in Höhe von EUR 87,3 Mio. (+15% gegenüber berichteten EUR 76,0 Mio. nach 9M/2012). Dies entspricht fast punktgenau unseren Erwartungen. Dagegen wurden mit einem EBITDA von EUR 0,9 Mio. nach EUR 0,6 Mio. im Vorjahr (9M/2012 umgestellt auf IFRS und ohne ce Global Sourcing und Azego Components) unsere Schätzungen von EUR 1,1 Mio. verfehlt. Hintergrund waren weitere Belastungen im dritten Quartal, deren Summe vom Management über den gesamten Neunmonatszeitraum mit über EUR 1,0 Mio. angegeben werden.

Mit Blick auf das Gesamtjahr bleibt das Management vorsichtig und hat seine Guidance angepasst. Demnach rechnet das Management 2013e mit einem Konzernumsatz zwischen EUR 120,0 Mio. und EUR 125,0 Mio. (alt: EUR 125,0-128,0 Mio.) und einem EBITDA zwischen EUR 1,2 Mio. und EUR 1,6 Mio. (alt: EUR 1,5-1,7 Mio.). Im kommenden Jahr sollen die Umsätze dann auf über EUR 130,0 Mio. gesteigert werden und mit einem EBITDA von deutlich über EUR 3,0 Mio. eine „Phase der nachhaltigen Ergebnissteigerung“ eingeleitet werden.

Wir haben unsere Ergebnisschätzungen für 2013e ebenfalls reduziert (EBITDA auf EUR 1,3 Mio. nach vorher EUR 1,6 Mio.); 2014e gehen wir davon aus, dass sich durch die angepeilten Kosteneinsparungen und ohne vergleichbare Belastungen wie im laufenden Geschäftsjahr ein – wie in der Guidance angekündigt – deutlicher Ergebnisanstieg realisieren lässt. Wir belassen unsere Schätzungen 2014e unverändert bei einem EBITDA von EUR 3,1 Mio.

Geschäftszahlen der ersten neun Monate 2013

In den ersten neun Monaten 2013 erwirtschaftete HPI Umsatzerlöse in Höhe von EUR 87,3 Mio. und damit 15% mehr als im Vorjahr (9M/2012 berichtet EUR 76,0 Mio.). Dazu beigetragen haben der Geschäftsbereich HPI IT & Electronics EUR 58,6 Mio. (Vj. berichtet EUR 55,3 Mio.) und der Geschäftsbereich HPI Industrial & Renewables EUR 24,9 Mio. (Vj. berichtet EUR 20,7 Mio.). Zusätzlich erzielte der HPI Konzern einen Handelsaußenumsatz in Höhe von EUR 3,8 Mio.

TABELLE 1: UMSATZENTWICKLUNG 9M/2013 NACH BEREICHEN

EUR Mio.	9M/2013	9M/2012	Δ	Kommentar
HPI IT & Electronics	58,6	53,3	6%	Im Vorjahr war ce Global noch im Q1 enthalten; Azego Components wurde nach zwischenzeitlichem Verkauf in den Neunmonatszahlen 2013 ebenfalls nicht mehr konsolidiert REW wurde erstmals im Q4/2012 volljährig konsolidiert
davon 3KV GmbH	24,3	23,6	3%	
davon TND AG	34,4	27,8	24%	
HPI Industrial & Renewables	24,9	20,7	20%	
davon MRL GmbH	17,1	16,4	4%	
davon HPI GmbH	3,1	4,3	-29%	
davon REW AG	4,6	n/a	n/a	

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Organische Umsatzentwicklung lag u. E. ebenfalls bei 15%

In beiden Konzernbereichen waren die Tochtergesellschaften TND bzw. REW wesentlich für den Umsatzanstieg verantwortlich. Nachdem die Umsätze der Tochtergesellschaft 3KV in den ersten sechs Monaten durch den Lagerumzug von Krailling nach Oldenburg gebremst wurden, dürfte 3KV im dritten Quartal nach u. E. fast wieder zweistellige Zuwachsraten erzielt haben. Nicht zuletzt mit Unterstützung durch die erfreulichen Zuwächse bei der Schwestergesellschaft TND bleibt der Bereich HPI IT & Electronics der wesentliche Wachstumstreiber innerhalb des Konzerns. Aufgrund der starken Entwicklung im dritten Quartal lag das Umsatzplus ohne Konsolidierungseffekte (ohne REW sowie den dekonsolidierten Gesellschaften Azego Components und ce Global Sourcing) über den gesamten Neunmonatszeitraum nach unserer Einschätzung organisch ebenfalls bei 15% (9M/2013 gegenüber 9M/2012).

Operative Entwicklung auf Basis EBITDA

Das operative Ergebnis (EBITDA) erreichte in den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2013 EUR 0,9 Mio. nach EUR 0,6 Mio. in Vorjahr (9M/2012 umgestellt auf IFRS und ohne ce Global Sourcing und Azego Components) Die EBITDA-Marge sank gegenüber dem Halbjahr leicht um 20bp auf 1,0%, verbesserte sich jedoch gegenüber dem Vorjahr (0,8% nach 9M/2012). Das Management beziffert die im Ergebnis verarbeiteten zusätzlichen Aufwendungen der ersten neun Monate auf über EUR 1,0 Mio.

TABELLE 2: EBITDA 9M/2013 NACH BEREICHEN

EUR Mio.	9M/2013	9M/2012	Δ Marge	Kommentar
HPI Konzern	0,91	0,60	21bp	Zusammenlegung von Verwaltungsbereichen des Konzerns
HPI IT & Electronics*	1,03	1,15	-48bp	
davon 3KV GmbH	0,51	0,82	-138bp	Lagerumzug 3KV von Krailling nach Oldenburg, Einführung eines gemeinsamen ERP-Systems bei 3KV und TND (rd. EUR 0,5 Mio.)
davon TND AG	0,52	0,33	32bp	
HPI Industrial & Renewables*	0,82	0,84	-75bp	
davon MRL GmbH	0,61	0,61	-46bp	Absatzschwäche wichtiger Kunden, tarifliche Sonderzahlungen, Personalreduzierungen (rd. EUR 0,1 Mio.)
davon HPI GmbH	0,15	0,23	-16bp	Insolvenz eines Geschäftspartners (rd. EUR 0,1 Mio.)
davon REW AG	0,06	n/a	n/a	Einführung von neuen Produkten (rd. EUR 0,3 Mio.)

*Ergebnisse der Bereich vor Konsolidierungen

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Übergangsjahr 2013e

Mit Blick auf das Gesamtjahr zeigt sich das Management weiterhin vorsichtig. Die Guidance für das laufende Geschäftsjahr wurde ein zweites Mal an den unteren Rand der bisherigen Zielsetzungen gesenkt. Demnach soll der Konzernumsatz 2013e zwischen EUR 120,0 Mio. und EUR 125,0 Mio. liegen (alt: EUR 125,0-128,0 Mio.). Für das EBITDA 2013e werden EUR 1,2 Mio. bis EUR 1,6 Mio. (alt: EUR 1,5-1,7 Mio.) prognostiziert. Darin sind nach Managementaussage einmalige Belastungen in Höhe von über EUR 1,0 Mio. verarbeitet. Bereinigt um diese Einmalaufwendungen ergibt sich eine bereinigte EBITDA-Guidance von EUR 2,2-2,6 Mio. Übernahmen sind in der Guidance nicht enthalten und laut Aussagen des Managements derzeit auch nicht vorgesehen.

Guidance 2013e:
Umsatz EUR 120-125,0 Mio.,
EBITDA EUR 1,2-1,6 Mio.

Guidance sieht deutliche Steigerungen ab dem Geschäftsjahr 2014e vor

Eine ausführliche Guidance für das Geschäftsjahr 2014e will das Management im Januar anlässlich der ordentlichen Hauptversammlung vorlegen. Nach vorläufiger Indikation erwartet HPI 2014e Umsätze von über EUR 130,0 Mio., der Geschäftsbereich IT & Electronics soll die EUR 100,0 Mio.-Umsatzschwelle erreichen. Im EBITDA plant HPI nach den eingeleiteten Kostensenkungsmaßnahmen Einsparungen in Höhe von EUR 1,0-1,5 Mio., gleichzeitig sollen beide Konzernbereiche ihre Margen ab 2014e signifikant verbessern. Damit soll ab dem Geschäftsjahr 2014e mit einem EBITDA von deutlich über EUR 3,0 Mio. eine „Phase der nachhaltigen Ergebnissteigerung“ eingeleitet werden. Die operativen Maßnahmen umfassen unter anderem

Deutliche Verbesserungen in 2014e

- ✦ die bereits abgeschlossene Lagerzusammenführung von 3KV in das Logistikzentrum der TND und die Einführung eines gemeinsamen ERP-Systems; beide Gesellschaften werden nach Unternehmensangaben noch im laufenden Jahr verschmolzen;
- ✦ die Zusammenführung der bisherigen Geschäftsräume in den Münchner Umlandgemeinden zum Januar 2014 und eine freiwillige Senkung der Vorstandsbezüge um rund 90% sowie Reduzierungen bei den Aufsichtsratsbezügen, was in Summe jährliche Einspareffekte von EUR 0,5 Mio. bis EUR 0,7 Mio. ermöglichen sollte;
- ✦ die Nutzung von Logistikressourcen der MRL und die Erweiterung des Produktportefeuilles auf Seiten der REW Technology.

TABELLE 3: ÄNDERUNGEN UNSERER SCHÄTZUNGEN

EUR Mio.	2013e	2013e (alt)	Δ	Kommentar
Umsatz	120,5	124,7	-3,4%	Reduzierung unserer Schätzungen vor dem Hintergrund des Neunmonatsberichtes und der neuen Guidance
EBITDA	1,3	1,6	-17,9%	

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

TABELLE 3: ÄNDERUNGEN UNSERER SCHÄTZUNGEN (FORTSETZUNG)

	2014e	2014e (alt)	Δ	Kommentar
Umsatz	130,8	130,1	0,5%	Positive Effekte der angekündigten Kosteneinsparungen
EBITDA	3,1	3,1	-0,2%	

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Wir bestätigen unser Kursziel für die HPI-Aktie von EUR 2,90. Unserer Bewertung zugrunde liegt ein standardisiertes dreistufiges DCF-Modell. Berücksichtigt wird nur das organische Wachstum der HPI. Die Grobplanungsphase beginnt 2016e und endet 2023e, danach ermitteln wir den Terminal Value. Unser DCF-Modell ergibt im Base Case-Szenario ein Kursziel von EUR 2,90 je Aktie. Bei Erreichen des Kursziels wäre HPI auf Basis unserer 2015er Schätzungen mit 10,2x EV/EBITDA und 21,1x KGV bewertet.

Als wichtigsten Werttreiber für den Kurs der HPI-Aktie erachten wir die Entwicklung der Margen. Deren Bedeutung zeigt sich insbesondere anhand einer Sensitivitätsanalyse bzw. der Bewertung auf der Basis eines Bull bzw. Bear Case-Szenarios. Die dabei ermittelten Kursziele liegen bei EUR 4,00 bzw. EUR 1,50 je Aktie.

Basisannahmen für das DCF-Modell

Die unserem DCF-Modell zugrunde liegenden Annahmen sind, dass

- ✦ HPI bis zum Jahr 2015e ein durchschnittliches jährliches Wachstum der Umsätze von 7,4% aufweisen wird;
- ✦ die Umsätze in der Grobplanungsphase 2015e-2023e ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 3,3% erreichen werden;
- ✦ sich die wichtigen Performance-Kennzahlen während der Grobplanungsphase einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden;
- ✦ sich die EBIT-Margen von 2,6% in 2015e auf 5,1% in 2023e sukzessive erhöhen und im anschließenden Terminal Value bei 4,0% liegen werden;
- ✦ der Grenzsteuersatz auf einem durchschnittlichen Niveau von 33,0% liegen wird;
- ✦ die durchschnittlichen Wachstumsraten der FCF im Terminal Value bei 1,8% liegen, was dem aktuellen risikolosen Zinssatz einer zehnjährigen Bundesanleihe entspricht;
- ✦ HPI ein Fundamental-beta von 1,5 aufweist. In diesen Wert gehen Risiken aus der Finanzstruktur und der Unternehmensprognose mit jeweils 0,2 Punkten sowie Risiken aus der Wettbewerbsintensität mit 0,1 Punkten mit ein.
- ✦ HPI einen im Zeitablauf stetig steigenden Kapitalumschlag aufweist, was sich in sinkenden Reinvestitionen (Capex, Working Capital und M&A) niederschlagen wird;
- ✦ HPI ein langfristiges Unternehmens-Rating von BB aufweist, was im Terminal Value mit einer jährlichen Insolvenzwahrscheinlichkeit von etwa 1,0% verbunden ist;
- ✦ dass sich die aktuellen WACC aus dem risikolosen Zins von derzeit 1,8%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen, und einer implizit ermittelten Risikoprämie für den Gesamtmarkt von aktuell 4,4% 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 7,8%.
- ✦ dass HPI im Terminal Value Kapitalkosten haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden, so dass wir zum Terminal Value WACC von 7,8% unterstellen.

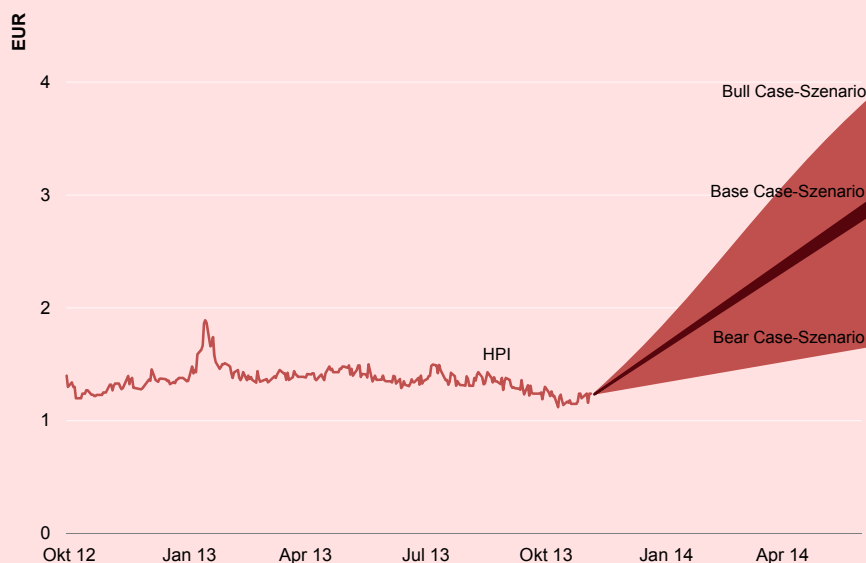
Wir haben allein das organische Wachstum der HPI berücksichtigt, das wir mit einem CAGR von 3,3% von 2013e bis 2023e angesetzt haben.

Auf Sicht von zwölf Monaten ergibt unser Base Case-Szenario ein Kursziel von EUR 2,90 (alt: EUR 2,90) je Aktie

Dabei werden etwa 54,3% des gesamten Unternehmenswertes aus dem Termi-

nal Value abgeleitet, 45,7% aus den in der zehnjährigen Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows.

ABBILDUNG 1: KURSENTWICKLUNG UND -PROGNOSE



In unserem Base Case-Szenario haben wir einen deutlichen Rückgang der Wachstumsraten unterstellt. Ab 2023e würde HPI nur noch mit 1,8% p. a. wachsen, bei einer EBIT-Marge im TV von 4,0%.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

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 4,00 je Aktie

Das Management der HPI strebt eine mittelfristige Verbesserung der EBIT-Marge auf 5,0% an. In unserem Bull Case-Szenario unterstellen wir, dass es dem Unternehmen gelingen wird, diese Ziel-Marge dauerhaft zu verteidigen. 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.

Base Case-Szenario = Fair Value EUR 2,90 je Aktie

Bear Case-Szenario = Fair Value EUR 1,50 je Aktie

In einem Bear Case-Szenario adjustieren wir die Terminal Value-EBIT-Marge von 4,0% um 200 Basispunkte auf 2,0% und reduzieren das durchschnittliche jährliche Wachstum während des Terminal Value von 1,8% auf 0,9%. Damit würden wir unterstellen, dass sich die Wettbewerbsintensität in beiden Geschäftsbereichen deutlich verschärft und Probleme bei der Integration der erworbenen Gesellschaften die Profitabilität der HPI nachhaltig belasten. In diesem Szenario würde der Unternehmenswert von HPI bis auf EUR 1,50 je Aktie zurückgehen.

Risiken für unser Rating und Kursziel

HPI zeichnet sich durch eine sehr unternehmerisch geprägte Unternehmenskultur aus. Integrationsrisiken aus den M&A-Aktivitäten begegnet HPI durch eine starke Incentivierung des Managements. Nach unserer Einschätzung stößt die Umsetzung des anorganischen Wachstums dann an Grenzen, wenn zusätzliches Projektmanagement und Beratungskompetenzen erforderlich werden. Im Bereich HPI Industrial & Renewables ist die Gruppe der Kunden nach der Übernahme der REW sehr heterogen. Dabei muss in das bisherige B2B-Modell der HPI ein teilweises B2C-Modell integriert werden.

Mit der Veräußerung Azego Components AG hat sich HPI von sämtlichen Halbleiter-Handelsgesellschaften und damit den Abhängigkeiten von diesem volatilen Segment gelöst. Gleichzeitig wurde das Kundenportefeuille durch den Erwerb

Im Bull Case-Szenario unterstellen wir, dass eine dauerhafte Verteidigung der Ziel-Marge gelingt.

von neuen Tochtergesellschaften und den Gewinn von neuen Kunden außerhalb der Chemie- und Stahlbranche der HPI Industrial & Renewables zunehmend diversifiziert. Von einer konjunkturellen Rezession wird sich HPI nach u. E. dennoch nicht abkoppeln können. Auf der anderen Seite könnte ein stärkerer Margendruck in einem schwächeren konjunkturellen Umfeld den Trend zum Outsourcing von Einkaufs- und Logistikdienstleistungen bei Industrieunternehmen verstärken.

Unternehmensprofil

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, Chemie- und Pharma und nach der Übernahme von REW Technology auch im Bereich regenerative Energien. Die Organisationsstruktur gliedert sich in die beiden Konzernbereiche HPI IT & Electronics und HPI Industrial & Renewables.

- ✦ HPI IT & Electronics umfasst nach der Dekonsolidierung von ce Global Sourcing, HPI Distribution und VCE im Geschäftsjahr 2012 sowie nach dem erfolgten Verkauf von Azego Components (2013) die beiden Schwestergesellschaften 3KV mit Sitz in Krailling/München (IT-Netzwerkprodukte) und den Server- und Storage-Lösungsanbieter TND mit Sitz in Oldenburg. Nach Aussagen des Managements sollen beide Gesellschaften noch 2013 verschmolzen werden.
- ✦ HPI Industrial & Renewables 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%), der 50,1%igen Beteiligung an der MRL Mannesmannröhren Logistic GmbH in Ratingen und der Beteiligung an der Dortmunder REW Technology.

Gewinn- und Verlustrechnung

		2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatzerlöse	KEUR	77.106,1	115.435,0	120.511,6	130.759,5	143.140,9
YoY	%	157,9%	49,7%	4,4%	8,5%	9,5%
		0,0	60,9	0,0	0,0	0,0
Materialaufwand	KEUR	-54.240,9	-95.558,9	-98.745,4	-106.869,3	-117.250,2
In % Konzernumsatz	%	-70,3%	-82,8%	-81,9%	-81,7%	-81,9%
Bruttoergebnis	KEUR	22.865,2	19.937,0	21.766,2	23.890,2	25.890,7
In % Konzernumsatz	%	29,7%	17,3%	18,1%	18,3%	18,1%
Sonstige betriebliche Erträge	KEUR	1.283,0	2.795,1	1.382,9	1.313,8	1.287,5
Selbst erstellte immaterielle Vermögenswerte	KEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	KEUR	-10.887,0	-9.734,4	-9.960,0	-10.458,0	-10.876,3
Verwaltungskosten	KEUR	-10.516,0	-11.878,7	-11.916,1	-11.655,6	-12.005,3
EBITDA	KEUR	2.745,2	1.119,0	1.272,9	3.090,3	4.296,6
EBITDA-Marge	%	3,6%	1,0%	1,1%	2,4%	3,0%
Abschreibungen	KEUR	-534,6	-697,0	-517,9	-533,4	-549,4
Goodwill Abschreibungen	KEUR	-292,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Betriebsergebnis (EBIT)	KEUR	1.918,6	422,0	755,0	2.556,9	3.747,2
EBIT-Marge	%	2,5%	0,4%	0,6%	2,0%	2,6%
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	KEUR	-17,0	224,0	230,7	237,6	244,8
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	KEUR	-590,0	-1.803,0	-1.463,9	-1.659,7	-1.892,7
Nettozinsergebnis	KEUR	0,0	0,0	25,0	30,0	150,0
Ergebnis vor Ertragssteuern (EBT)	KEUR	1.311,6	-1.157,0	-453,1	1.164,8	2.249,2
EBT-Marge	%	1,7%	-1,0%	-0,4%	0,9%	1,6%
Ertragssteuern	KEUR	-379,0	-894,0	-326,9	-560,4	-742,2
In % Steuerquote	%	-23,6%	77,3%	72,2%	-48,1%	-33,0%
Ergebnis vor Anteilen Dritter	KEUR	932,6	-2.051,0	-780,0	604,4	1.507,0
Anteile Dritter	KEUR	-399,0	-255,0	-244,4	-338,3	-458,4
Konzernergebnis	KEUR	533,6	-2.306,0	-1.024,4	266,1	1.048,6
Netto-Marge		0,7%	-2,0%	-0,9%	0,2%	0,7%
Anzahl der Aktien (basic)	k	6.631,0	7.249,5	7.249,5	7.612,0	7.612,0
Anzahl der Aktien (diluted)	k	7.249,5	7.999,0	9.067,9	9.067,9	9.067,9
Ergebnis je Aktie (basic)	EUR	0,08	-0,32	-0,14	0,03	0,14
Ergebnis je Aktie (diluted)	EUR	0,07	-0,28	-0,11	0,04	0,12
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

Bilanz

		2011	2012	2013e	2014e	2015e
Langfristige Vermögenswerte	kEUR	12.190,0	18.550,6	18.640,1	18.730,7	18.875,0
Immaterielle Vermögenswerte	kEUR	711,0	975,4	975,4	985,2	995,0
Goodwill	kEUR	10.711,0	15.056,7	15.056,7	15.056,7	15.056,7
Sachanlagen	kEUR	382,0	1.214,2	1.238,5	1.250,9	1.313,4
Langfristige finanzielle Vermögenswerte	kEUR	103,0	924,2	970,4	1.019,0	1.069,9
Sonstige Vermögenswerte	kEUR	283,0	380,0	399,0	419,0	439,9
Kurzfristige Vermögenswerte	kEUR	15.940,0	24.250,4	22.108,2	22.666,4	24.338,8
Vorräte	kEUR	5.158,0	9.888,5	9.910,4	10.323,1	10.848,5
Forderungen Lieferungen & Leist.	kEUR	3.944,0	5.627,2	5.639,7	5.874,5	6.173,5
Laufende Ertragssteuerforderungen	kEUR	11,0	248,7	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	kEUR	2.917,0	4.953,2	4.953,2	5.052,3	5.153,3
Liquide Mittel	kEUR	3.910,0	3.532,8	1.604,9	1.416,6	2.163,5
Rechnungsabgrenzungsposten	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Latente Steuererstattungsansprüche	kEUR	958,0	627,8	640,4	653,2	666,2
Gesamt Aktiva	kEUR	29.088,0	43.428,8	41.388,7	42.050,3	43.880,0
Eigenkapital	kEUR	9.523,5	7.607,5	6.827,5	7.794,3	9.301,3
Gezeichnetes Kapital	kEUR	7.249,5	7.249,5	7.249,5	7.612,0	7.612,0
Kapitalrücklage	kEUR	1.587,0	1.587,0	1.587,0	1.587,0	1.587,0
Gewinnrücklage	kEUR	-622,0	-3.144,0	-4.168,4	-3.902,3	-2.853,8
Noch nicht verwendete Ergebnisse	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Differenz aus Währungsumrechnung	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minderheitsanteile	kEUR	1.309,0	1.915,0	2.159,4	2.497,7	2.956,1
Langfristige Schulden	kEUR	6.272,5	14.532,0	15.994,1	15.689,7	15.832,7
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	kEUR	1.667,0	5.586,0	2.380,0	2.380,0	2.380,0
Anleihen	kEUR	1.200,4	4.603,0	9.143,0	8.700,0	8.700,0
Pensionsrückstellungen	kEUR	3.356,1	4.124,0	4.247,7	4.375,2	4.506,4
Latente Ertragssteuerschulden	kEUR	49,0	219,0	223,4	234,5	246,3
Kurzfristige Schulden	kEUR	13.291,9	21.289,3	18.440,4	18.439,6	18.619,4
Rückstellungen	kEUR	1.607,0	579,0	596,4	614,3	632,7
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	kEUR	1.289,0	8.880,0	5.500,0	4.950,0	4.455,0
Verbindlichkeiten Lieferungen & Leist.	kEUR	5.665,0	8.222,0	8.669,4	9.218,5	9.889,6
Laufende Ertragssteuerschulden	kEUR	417,9	757,3	795,1	834,9	876,6
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	kEUR	4.313,0	2.851,0	2.879,5	2.821,9	2.765,5
Erhaltene Anzahlungen	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten ggü. Beteiligungen	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamt Passiva	kEUR	29.088,0	43.428,8	41.388,7	42.050,3	43.880,0

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Normalisierte Fassung)

		2011	2012	2013e	2014e	2015e
Langfristige Vermögenswerte	%	41,9%	42,7%	45,0%	44,5%	43,0%
Immaterielle Vermögenswerte	%	2,4%	2,2%	2,4%	2,3%	2,3%
Goodwill	%	36,8%	34,7%	36,4%	35,8%	34,3%
Sachanlagen	%	1,3%	2,8%	3,0%	3,0%	3,0%
Langfristige finanzielle Vermögenswerte	%	0,4%	2,1%	2,3%	2,4%	2,4%
Sonstige Vermögenswerte	%	1,0%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	54,8%	55,8%	53,4%	53,9%	55,5%
Vorräte	%	17,7%	22,8%	23,9%	24,5%	24,7%
Forderungen Lieferungen & Leist.	%	13,6%	13,0%	13,6%	14,0%	14,1%
Laufende Ertragssteuerforderungen	%	0,0%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	%	10,0%	11,4%	12,0%	12,0%	11,7%
Liquide Mittel	%	13,4%	8,1%	3,9%	3,4%	4,9%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Latente Steuererstattungsansprüche	%	3,3%	1,4%	1,5%	1,6%	1,5%
Gesamt Aktiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Eigenkapital	%	32,7%	17,5%	16,5%	18,5%	21,2%
Gezeichnetes Kapital	%	24,9%	16,7%	17,5%	18,1%	17,3%
Kapitalrücklage	%	5,5%	3,7%	3,8%	3,8%	3,6%
Gewinnrücklage	%	-2,1%	-7,2%	-10,1%	-9,3%	-6,5%
Noch nicht verwendete Ergebnisse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Differenz aus Währungsumrechnung	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Minderheitsanteile	%	4,5%	4,4%	5,2%	5,9%	6,7%
Langfristige Schulden	%	21,6%	33,5%	38,6%	37,3%	36,1%
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	%	5,7%	12,9%	5,8%	5,7%	5,4%
Anleihen	%	4,1%	10,6%	22,1%	20,7%	19,8%
Pensionsrückstellungen	%	11,5%	9,5%	10,3%	10,4%	10,3%
Latente Ertragssteuerschulden	%	0,2%	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%
Kurzfristige Schulden	%	45,7%	49,0%	44,6%	43,9%	42,4%
Rückstellungen	%	5,5%	1,3%	1,4%	1,5%	1,4%
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	%	4,4%	20,4%	13,3%	11,8%	10,2%
Verbindlichkeiten Lieferungen & Leist.	%	19,5%	18,9%	20,9%	21,9%	22,5%
Laufende Ertragssteuerschulden	%	1,4%	1,7%	1,9%	2,0%	2,0%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	14,8%	6,6%	7,0%	6,7%	6,3%
Erhaltene Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten ggü. Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gesamt Passiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Cashflow-Statement

		2011	2012	2013e	2014e	2015e
Konzernergebnis	KEUR	932,6	-2.051,0	-780,0	604,4	1.507,0
Planmäßige Abschreibungen	KEUR	826,6	697,0	517,9	533,4	549,4
Gewinn Verkauf nicht fortgeführter Geschäftsbereich	KEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung der Rückstellungen	KEUR	1.039,0	1.024,0	141,1	145,3	149,7
Veränderung der latenten Steuern	KEUR	0,0	0,0	-8,2	38,1	40,4
Veränderung der Vorräte, Forderungen u. a. Aktiva	KEUR	-86,0	2.585,0	214,3	-746,5	-925,5
Veränderung der Verbindlichkeiten u. a. Passiva	KEUR	-345,0	-1.934,0	513,8	531,3	656,4
Bereinigungen	KEUR	327,0	-63,2	126,7	-39,8	-41,7
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	KEUR	2.694,2	257,8	725,5	1.066,2	1.935,7
Investitionen in immaterielles Vermögen	KEUR	0,0	-124,0	0,0	-9,8	-9,9
Investitionen in Sachanlagen	KEUR	-396,0	-610,0	-542,2	-545,8	-612,0
Investitionen in Finanzanlagen	KEUR	493,0	-48,0	-65,2	-68,5	-71,9
Cashflow aus Änderungen des Konsolidierungskreises	KEUR	-758,0	-763,0	0,0	0,0	0,0
Bereinigungen	KEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	KEUR	-661,0	-1.545,0	-607,4	-624,1	-693,7
Free Cashflow	KEUR	2.033,2	-1.287,2	118,1	442,2	1.241,9
Einzahlungen aus Barkapitalerhöhungen	KEUR	0,0	0,0	0,0	362,5	0,0
Einzahlungen Aufnahme Finanzverbindlichkeiten	KEUR	1.200,0	910,0	4.540,0	0,0	0,0
Auszahlungen aus Tilgung von Finanzverbindlichkeiten	KEUR	-735,0	0,0	-6.586,0	-993,0	-495,0
Verbindlichkeiten ggü. Beteiligungen	KEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bereinigungen	KEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	KEUR	465,0	910,0	-2.046,0	-630,5	-495,0
Zahlungswirksame Veränderung liquide Mittel	KEUR	2.498,2	-377,2	-1.927,9	-188,4	746,9
Wechselkurs-,kons.-und bew.-bedingte Änderungen	KEUR	-324,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel am Anfang der Periode	KEUR	1.736,6	3.910,0	3.532,8	1.604,9	1.416,6
Liquide Mittel am Ende der Periode	KEUR	3.910,0	3.532,8	1.604,9	1.416,6	2.163,5
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

DCF-Modell

		2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	20120e	2021e	2022e	2023e	TV				
Umsatz	kEUR	120.512	130.759	143.141	153.701	161.923	167.972	172.474	176.130	179.454	182.713	186.004	189.355				
Umsatzwachstum	%	4,4%	8,5%	9,5%	7,4%	5,3%	3,7%	2,7%	2,1%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%				
EBIT	kEUR	755	2.557	3.747	4.500	5.243	5.959	6.654	7.341	8.036	8.748	9.482	7.574				
EBIT-Marge	%	0,6%	2,0%	2,6%	2,9%	3,2%	3,5%	3,9%	4,2%	4,5%	4,8%	5,1%	4,0%				
Steuerquote (τ)	%	48,1%	48,1%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%				
EBIT(1-τ)	kEUR	392	1.327	2.511	3.015	3.513	3.993	4.458	4.918	5.384	5.861	6.353	5.075				
Reinvestment	kEUR	-607	-624	-631	-1.056	-1.005	-898	-778	-692	-655	-650	-658	-1.172				
FCFF	kEUR	-216	703	1.880	1.959	2.508	3.095	3.680	4.227	4.729	5.211	5.695	3.902				
Invested Capital	kEUR	22.246	22.870	23.500	24.556	25.561	26.459	27.237	27.928	28.583	29.233	29.891					
ROCE	%	1,8%	5,8%	10,7%	12,3%	13,7%	15,1%	16,4%	17,6%	18,8%	20,0%	21,3%	7,8%				
WACC	%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%				
PV(FCFF)	kEUR	-187	564	1.400	1.353	1.607	1.840	2.030	2.163	2.245	2.295	2.327					
Terminal Cashflow	kEUR	3.902															
Terminal Cost of Capital	kEUR	7,8%															
Insolvenzwahrscheinlichkeit im TV	%	1,0%															
Terminal Value	kEUR	51.401															
PV(Terminal Value)	kEUR	20.999															
PV (Cashflow über 10 Jahre)	kEUR	17.638															
Wert der operativen Assets	kEUR	38.638															
										TV CAGR							
										EUR	0,9%	1,2%	1,5%	1,8%	2,1%	2,4%	2,7%
										2,0%	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Finanzschulden	kEUR	-19.069								3,0%	2,20	2,20	2,20	2,20	2,20	2,20	2,20
Cash	kEUR	3.533								3,5%	2,50	2,50	2,50	2,60	2,60	2,60	2,60
Marktwert der Minderheitsanteile	kEUR	-1.000								4,0%	2,80	2,90	2,90	2,90	2,90	2,90	3,00
Wert des Eigenkapitals	kEUR	22.101								4,5%	3,20	3,20	3,20	3,30	3,30	3,30	3,30
Anzahl Aktien	1,000	7.612								5,0%	3,50	3,50	3,60	3,60	3,60	3,70	3,70
Wert je Aktie	EUR	2,90								5,5%	3,80	3,90	3,90	3,90	4,00	4,00	4,00

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick I

Key Data		2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatz	kEUR	29.901,0	77.106,1	115.435,0	120.511,6	130.759,5	143.140,9
Rohertrag	kEUR	11.664,0	22.865,2	19.937,0	21.766,2	23.890,2	25.890,7
EBITDA	kEUR	1.306,0	2.745,2	1.119,0	1.272,9	3.090,3	4.296,6
EBIT	kEUR	452,0	1.918,6	422,0	755,0	2.556,9	3.747,2
EBT	kEUR	266,0	1.311,6	-1.157,0	-453,1	1.164,8	2.249,2
Nettoergebnis	kEUR	308,0	533,6	-2.306,0	-1.024,4	266,1	1.048,6
Anzahl Mitarbeiter		140	112	220	220	210	210
Je Aktie							
Kurs Hoch	EUR	2,53	2,38	2,14			
Kurs Tief	EUR	0,14	1,41	1,13			
Kurs Durchschnitt	EUR	1,23	1,87	1,54			
Schlusskurs	EUR	1,76	1,55	1,29	1,25	1,25	1,25
EPS	EUR	0,05	0,08	-0,32	-0,14	0,03	0,14
BVPS	EUR	1,12	1,44	1,05	0,94	1,02	1,22
CFPS	EUR	1,25	0,41	0,04	0,10	0,14	0,25
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR						2,90
Performance bis Kursziel	%						132,0%
Profitabilitätskennzahlen							
EBITDA-Marge	%	4,4%	3,6%	1,0%	1,1%	2,4%	3,0%
EBIT-Marge	%	1,5%	2,5%	0,4%	0,6%	2,0%	2,6%
EBT-Marge	%	0,9%	1,7%	n/a	n/a	0,9%	1,6%
Netto-Marge	%	1,0%	0,7%	n/a	n/a	0,2%	0,7%
FCF-Marge	%	n/a	2,6%	n/a	0,1%	0,3%	0,9%
ROE	%	4,9%	5,6%	-30,3%	-15,0%	3,4%	11,3%
NWC/Umsatz	%	1,4%	4,5%	6,3%	5,7%	5,3%	5,0%
Pro-Kopf-Umsatz	kEUR	213,6	688,4	524,7	547,8	622,7	681,6
Pro-Kopf-EBIT	kEUR	3,2	17,1	1,9	3,4	12,2	17,8
Wachstumsraten							
Umsatz	%	99,4%	157,9%	49,7%	4,4%	8,5%	9,5%
Rohertrag	%	169,4%	96,0%	-12,8%	9,2%	9,8%	8,4%
EBITDA	%	n/a	110,2%	-59,2%	13,8%	142,8%	39,0%
EBIT	%	n/a	324,5%	-78,0%	78,9%	238,6%	46,6%
EBT	%	n/a	393,1%	n/a	-60,8%	n/a	93,1%
Nettoergebnis	%	n/a	73,2%	n/a	-55,6%	n/a	294,1%
EPS	%	n/a	47,3%	n/a	-55,6%	n/a	294,1%
CFPS	%	n/a	-67,6%	-91,2%	181,4%	40,0%	81,5%
Bilanzkennzahlen							
Sachanlagevermögen	kEUR	305,0	382,0	1.214,2	1.238,5	1.250,9	1.313,4
Umlaufvermögen	kEUR	10.216,6	15.940,0	24.250,4	22.108,2	22.666,4	24.338,8
Eigenkapital	kEUR	6.337,6	9.523,5	7.607,5	6.827,5	7.794,3	9.301,3
Verbindlichkeiten	kEUR	13.811,0	19.564,4	35.821,3	34.434,5	34.129,3	34.452,1
EK-Quote	%	30,7%	32,7%	17,5%	16,5%	18,5%	21,2%
Gearing	%	3,9%	43,6%	250,7%	249,3%	205,7%	167,0%
Working Capital	kEUR	410,0	3.437,0	7.293,7	6.880,7	6.979,0	7.132,4
Capital Employed	kEUR	1.605,0	4.530,0	9.483,3	9.094,6	9.215,1	9.440,9

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick II

Enterprise Value		2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Anzahl Aktien	Mio.	5,6	6,6	7,2	7,2	7,6	7,6
Marktkapitalisierung Hoch	kEUR	14.260,6	15.781,8	15.513,9	0,0	0,0	0,0
Marktkapitalisierung Tief	kEUR	789,1	9.349,7	8.191,9	0,0	0,0	0,0
Marktkapitalisierung Durchschnitt	kEUR	6.933,0	12.400,0	11.164,2	0,0	0,0	0,0
Marktkapitalisierung Schlusskurs	kEUR	9.920,4	10.278,1	9.351,8	9.061,9	9.515,0	9.515,0
Nettoverschuldung	kEUR	-1.486,6	246,4	15.536,2	15.418,1	14.613,4	13.371,5
Pensionsrückstellungen	kEUR	1.550,0	3.356,1	4.124,0	4.247,7	4.375,2	4.506,4
Anteile Dritter	kEUR	-136,0	1.309,0	1.915,0	2.159,4	2.497,7	2.956,1
Finanzanlagen Anlagevermögen	kEUR	601,0	103,0	924,2	970,4	1.019,0	1.069,9
Enterprise Value Hoch	kEUR	14.789,0	20.796,3	38.013,3	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Tief	kEUR	1.317,5	14.364,2	30.691,4	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Durchschnitt	kEUR	7.461,4	17.414,5	33.663,6	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Schlusskurs	kEUR	10.448,8	15.292,6	31.851,3	31.857,4	32.020,2	31.418,9
Bewertungskennzahlen							
EV/Umsatz Hoch	x	0,49	0,27	0,33	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	0,04	0,19	0,27	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	0,25	0,23	0,29	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	0,35	0,20	0,28	0,26	0,24	0,22
EV/EBITDA	x	8,0	5,6	28,5	25,0	10,4	7,3
EV/EBIT Hoch	x	32,7	10,8	90,1	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	2,9	7,5	72,7	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	16,5	9,1	79,8	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	23,1	8,0	75,5	42,2	12,5	8,4
KGV Hoch	x	46,3	29,6	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	2,6	17,5	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	22,5	23,2	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	32,2	19,3	n/a	n/a	35,8	9,1
KBV	x	1,6	1,1	1,2	1,3	1,2	1,0
KCF	x	1,4	3,8	36,3	12,5	8,9	4,9
FCF-Yield	%	-25,1%	19,8%	-13,8%	1,3%	4,6%	13,1%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cashflow							
Operativer Cashflow	kEUR	7.064,0	2.694,2	257,8	725,5	1.066,2	1.935,7
Investiver Cashflow	kEUR	-9.554,0	-661,0	-1.545,0	-607,4	-624,1	-693,7
Free Cashflow	kEUR	-2.490,0	2.033,2	-1.287,2	118,1	442,2	1.241,9
Finanz-Cashflow	kEUR	3.346,6	465,0	910,0	-2.046,0	-630,5	-495,0
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

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%.

Risikoeinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit, dass das Ergebnis des analysierten Unternehmens von dem von uns prognostizierten Ergebnis aufgrund von unternehmens- oder marktspezifischen Gegebenheiten um mehr als 20% abweicht:

Risiko	Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit
Sehr hoch	>80%
Hoch	50-80%
Mittel	20-50%
Niedrig	<20%

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 eine ihr nahestehende Person/nahestehendes 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)
10.12.2013	EUR 2,90	Buy	1, 2, 8
24.10.2013	EUR 2,90	Buy	1, 2, 8
17.06.2013	EUR 3,70	Buy	2, 7, 8
30.04.2013	EUR 3,70	Buy	8
17.12.2012	EUR 4,00	Buy	8

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

Es bestand in der Vergangenheit eine Vereinbarung zwischen der Sphene Capital GmbH und der Süddeutsche Aktienbank AG über die Erstellung dieser Analysen. Mögliche Interessenskonflikte der Süddeutsche Aktienbank AG waren der Sphene Capital GmbH wie folgt mitgeteilt worden:

- 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 enthält.
- 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.

Interessenskonflikte (Key-Angaben) der Süddeutsche Aktienbank AG (17.12.2012): 11, 12, 16, 18, 20, 21, 22

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

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.