

**Kaufen** (alt: Halten)

**Kursziel EUR 6,60** (alt: 4,40)

**Kurs** EUR 4,06  
**Bloomberg** HNL GR  
**Reuters** HNLG  
**Branche** UV Technologie

**Führender Anbieter von industrieller UV-Technologie. Entwickelt und produziert UV- und IR-Strahlungssysteme, UV-Strahler und Klebstoffe für verschiedene Einsatzbereiche.**



Aktien Daten: 28.05.2009 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 22,4 Mio  
**Enterprise Value (EV):** EUR 21,2 Mio  
**Buchwert:** EUR 26,4 Mio  
**Aktienanzahl:** 5,2 Mio

**Aktionäre:**

Freefloat 70,4 %  
Pro-Beam GmbH 8,2 %  
J. Vits 6,4 %  
Eigene Aktien 5,9 %  
Scherzer & Co. 5,1 %  
Prof. Hönle 4,0 %

**Termine:**

Zahlen Q3 28.08.2009  
HV 03.03.2009

	2008/09e		2009/10e		2010/11e	
	alt	Δ	alt	Δ	alt	Δ
<b>Umsatz</b>	45,0	0	50,0	0	64,1	-10,3
<b>EBIT</b>	-2,9	0,0	2,9	0	6,1	-1,7
<b>EPS</b>	-0,42	0,01	0,39	0	0,81	-0,23

Analyse: SES Research  
Publikationsdatum: 29.05.2009  
Analyst:  
Malte Schaumann +49 (0)40-309537-170  
schaumann@ses.de

**Rückkehr in die Profitabilität visibel - Neues Rating Kaufen**

Dr. Hönle hat Zahlen für Q2 08/09 vorgelegt. Diese lagen im Rahmen der Erwartung und sollten angesichts sequenziell steigender Erlöse den Tiefpunkt im GJ darstellen.

**Dr. Hönle - Q2 2009**

Angaben in Mio. EUR	Q2/09	Q2/09e	Q2/08	yoy	6M/09	6M/08	yoy
<b>Umsatz</b>	9,8	9,8	10,8	-8,6%	22,6	18,0	25,2%
<b>EBIT</b>	-1,6	-1,7	2,0	-	-2,1	3,4	-
<i>Marge</i>	-16,2%	-17,3%	18,9%		-9,1%	18,9%	
<b>EPS in EUR</b>	-0,21	-0,30	0,32	-	-0,31	0,54	-

Quellen: Dr. Hönle (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Die Q2-Ergebnisse sind nicht direkt mit den Vorjahreswerten vergleichbar, da Eltosch erst ab Mitte Q3 konsolidiert wurde. Für Personalmaßnahmen fielen gestiegene Personalaufwendungen an, diese wurden jedoch durch erhöhte sonstige Erträge (Auflösung Rückstellungen, Währungseffekte) kompensiert. Allerdings hat sich laut Dr. Hönle die Auftragslage im Laufe von Q2 verbessert. Ausgehend von dem tlw. sehr geringen Auftragsniveau des vergangenen Quartals dürfte in Q3 und Q4 eine leichte Erholung mit Ergebnissen nur noch knapp unter dem Break Even zu erkennen sein.

**Rückkehr in die schwarzen Zahlen ab kommenden Geschäftsjahr: Das Break-Even-Niveau wird von rund EUR 50 Mio. im laufenden Geschäftsjahr auf EUR 42 Mio. ab Oktober reduziert.** Hierfür sind insbesondere zwei Gründe ausschlaggebend:

- **Erhöhung der Rohmarge:** Mit dem Abschluss der Integration der Fertigung von Eltosch (historisch geringe Fertigungstiefe mit Rohmargen von nur 20-30%) bei Dr. Hönle per Ende 08/09 dürfte die Rohmarge dieses Bereichs auf über 40% (z. Vgl.: Kerngeschäft Dr. Hönle >60%) erhöht werden können. Wesentliche Komponenten sind die Fertigung der Elektronikkomponenten und des UV-Strahlungssystems. Auf Konzernebene sollte dies die Rohmarge um 2-3%-Punkte erhöhen.
- **Kapazitätsanpassung:** Dr. Hönle hat bereits vor allem Personalmaßnahmen eingeleitet, die zum Ende des Geschäftsjahres abgeschlossen sein sollten. Die betrieblichen Aufwendungen dürften sich hierdurch um knapp 10% oder EUR 2 Mio. reduzieren.

Es besteht das **Potenzial** mit Erlösen ab ca. EUR 54 Mio. **wieder eine EBIT-Marge von 10% und mehr** zu erzielen. Im Konzern (Annahme Vollkonsolidierung) wurden bereits in der Vergangenheit Erlöse in Höhe von mehr als EUR 65 Mio. erzielt. Auch dies sollte mit einer Verbesserung der konjunkturellen Lage wieder erreichbar sein. Beides wird derzeit nicht kurzfristig antizipiert.

Angesichts des besseren News-Flows und der klaren Ergebnisprognose ab GJ 09/10 wird das **Rating auf Kaufen erhöht**. Das **Kursziel lautet EUR 6,6**, eine mittelfristig bessere Umsatz- und Ergebnisentwicklung bietet weiteres Potenzial.

Geschäftsjahresende: 30.9.	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09e	2009/10e	2010/11e
<b>Umsatz</b>	22,8	23,7	26,2	48,7	45,0	50,0	53,9
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	1,8 %	3,8 %	10,8 %	85,7 %	-7,8 %	11,2 %	7,7 %
<b>Roherttrag</b>	14,5	15,4	17,4	27,6	23,3	27,3	29,3
<i>Roherttragsmarge</i>	63,7 %	65,2 %	66,2 %	56,6 %	51,9 %	54,5 %	54,5 %
<b>EBITDA</b>	4,0	4,0	5,0	6,7	-2,1	3,8	5,4
<i>EBITDA-Marge</i>	17,6 %	17,0 %	19,1 %	13,7 %	-4,6 %	7,7 %	10,1 %
<b>EBIT</b>	3,5	3,4	4,3	5,6	-2,9	2,9	4,4
<i>EBIT-Marge</i>	15,4 %	14,5 %	16,5 %	11,6 %	-6,5 %	5,8 %	8,2 %
<b>Jahresüberschuss</b>	2,6	2,8	3,0	4,4	-2,2	2,1	3,0
<b>EPS</b>	0,50	0,54	0,58	0,84	-0,41	0,39	0,58
<b>Free Cash Flow je Aktie</b>	-0,03	0,22	0,35	0,29	-0,30	0,49	0,65
<b>Dividende</b>	0,30	0,30	0,40	0,25	0,00	0,25	0,35
<i>Dividendenrendite</i>	7,4 %	7,4 %	9,9 %	6,2 %	n.a.	6,2 %	8,6 %
<b>EV/Umsatz</b>	0,8	0,7	0,7	0,4	0,5	0,4	0,3
<b>EV/EBITDA</b>	4,3	4,3	3,5	2,6	-10,2	4,9	3,2
<b>EV/EBIT</b>	5,0	5,1	4,0	3,1	-7,2	6,6	4,0
<b>KGV</b>	8,1	7,5	7,0	4,8	-9,9	10,4	7,0
<b>ROCE</b>	12,2 %	11,2 %	13,9 %	16,4 %	-8,5 %	8,7 %	12,5 %
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	22,4 %	19,7 %	24,8 %	33,5 %	-13,8 %	15,5 %	24,6 %

Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in EUR Mio., Kurs: EUR 4,06

**Gewinn- und Verlustrechnung Dr. Hönle**

in EUR Mio.

	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09e	2009/10e	2010/11e
<b>Umsatz</b>	<b>22,8</b>	<b>23,7</b>	<b>26,2</b>	<b>48,7</b>	<b>45,0</b>	<b>50,0</b>	<b>53,9</b>
Bestandsveränderungen	0,2	0,0	-0,1	0,8	-1,2	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>23,0</b>	<b>23,7</b>	<b>26,2</b>	<b>49,6</b>	<b>43,8</b>	<b>50,0</b>	<b>53,9</b>
Materialaufwand	8,5	8,2	8,8	22,0	20,5	22,8	24,5
<b>Rohertrag</b>	<b>14,5</b>	<b>15,4</b>	<b>17,4</b>	<b>27,6</b>	<b>23,3</b>	<b>27,3</b>	<b>29,3</b>
Personalaufwendungen	6,8	7,2	7,6	13,9	15,8	13,2	13,7
Sonstige betriebliche Erträge	0,5	0,6	0,5	1,7	1,2	0,3	0,3
Sonstige betriebliche Aufwendungen	4,2	4,7	5,3	8,7	10,8	10,5	10,5
<b>EBITDA</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>5,0</b>	<b>6,7</b>	<b>-2,1</b>	<b>3,8</b>	<b>5,4</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,4	0,5	0,5	0,7	0,7	0,8	0,8
<b>EBITA</b>	<b>3,6</b>	<b>3,5</b>	<b>4,5</b>	<b>6,0</b>	<b>-2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>4,6</b>
Abschreibungen auf iAV	0,1	0,1	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>4,3</b>	<b>5,6</b>	<b>-2,9</b>	<b>2,9</b>	<b>4,4</b>
Zinserträge	0,6	0,7	0,7	0,5	0,2	0,2	0,2
Zinsaufwendungen	0,0	0,1	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	0,6	0,6	0,6	0,3	0,2	0,2	0,2
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,9</b>	<b>-2,7</b>	<b>3,1</b>	<b>4,6</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,9</b>	<b>-2,7</b>	<b>3,1</b>	<b>4,6</b>
Steuern gesamt	1,4	1,3	1,8	1,3	-0,7	0,9	1,3
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>	<b>4,6</b>	<b>-2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>3,3</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>	<b>4,6</b>	<b>-2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>3,3</b>
Minority interest	0,1	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	<b>4,4</b>	<b>-2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>3,0</b>

Quellen: Dr. Hönle (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**Gewinn- und Verlustrechnung Dr. Hönle**

in % vom Umsatz

	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09e	2009/10e	2010/11e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
Bestandsveränderungen	0,8 %	-0,1 %	-0,3 %	1,7 %	-2,6 %	0,0 %	0,0 %
Aktivierete Eigenleistungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Gesamtleistung</b>	<b>100,8 %</b>	<b>99,9 %</b>	<b>99,7 %</b>	<b>101,7 %</b>	<b>97,4 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
Materialaufwand	37,1 %	34,8 %	33,5 %	45,1 %	45,5 %	45,5 %	45,5 %
<b>Rohertrag</b>	<b>63,7 %</b>	<b>65,2 %</b>	<b>66,2 %</b>	<b>56,6 %</b>	<b>51,9 %</b>	<b>54,5 %</b>	<b>54,5 %</b>
Personalaufwendungen	30,0 %	30,6 %	28,9 %	28,6 %	35,2 %	26,4 %	25,5 %
Sonstige betriebliche Erträge	2,1 %	2,4 %	1,9 %	3,4 %	2,7 %	0,6 %	0,6 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	18,2 %	20,0 %	20,1 %	17,8 %	24,0 %	21,0 %	19,5 %
<b>EBITDA</b>	<b>17,6 %</b>	<b>17,0 %</b>	<b>19,1 %</b>	<b>13,7 %</b>	<b>-4,6 %</b>	<b>7,7 %</b>	<b>10,1 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,7 %	2,0 %	1,9 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
<b>EBITA</b>	<b>15,9 %</b>	<b>15,0 %</b>	<b>17,1 %</b>	<b>12,2 %</b>	<b>-6,1 %</b>	<b>6,2 %</b>	<b>8,6 %</b>
Abschreibungen auf iAV	0,4 %	0,5 %	0,6 %	0,7 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBIT</b>	<b>15,4 %</b>	<b>14,5 %</b>	<b>16,5 %</b>	<b>11,6 %</b>	<b>-6,5 %</b>	<b>5,8 %</b>	<b>8,2 %</b>
Zinserträge	2,7 %	3,0 %	2,7 %	1,1 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
Zinsaufwendungen	0,0 %	0,4 %	0,3 %	0,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	2,7 %	2,6 %	2,4 %	0,6 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>18,1 %</b>	<b>17,0 %</b>	<b>18,9 %</b>	<b>12,1 %</b>	<b>-6,1 %</b>	<b>6,2 %</b>	<b>8,5 %</b>
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBT</b>	<b>18,1 %</b>	<b>17,0 %</b>	<b>18,9 %</b>	<b>12,1 %</b>	<b>-6,1 %</b>	<b>6,2 %</b>	<b>8,5 %</b>
Steuern gesamt	6,2 %	5,4 %	6,9 %	2,8 %	-1,6 %	1,7 %	2,4 %
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>11,9 %</b>	<b>11,6 %</b>	<b>12,1 %</b>	<b>9,4 %</b>	<b>-4,4 %</b>	<b>4,5 %</b>	<b>6,1 %</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>11,9 %</b>	<b>11,6 %</b>	<b>12,1 %</b>	<b>9,4 %</b>	<b>-4,4 %</b>	<b>4,5 %</b>	<b>6,1 %</b>
Minority interest	0,5 %	-0,2 %	0,6 %	0,4 %	0,3 %	0,4 %	0,6 %
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>11,4 %</b>	<b>11,8 %</b>	<b>11,5 %</b>	<b>9,0 %</b>	<b>-4,8 %</b>	<b>4,1 %</b>	<b>5,6 %</b>

Quellen: Dr. Hönle (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

<b>Bilanz Dr. Hönle</b>							
in EUR Mio.							
	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09e	2009/10e	2010/11e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,8	1,0	1,2	9,0	9,0	9,0	9,0
davon übrige imm. VG	0,6	0,9	0,8	2,1	2,1	2,1	2,1
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,2	0,2	0,4	6,9	6,9	6,9	6,9
Sachanlagen	3,3	3,7	3,8	6,0	6,2	6,2	6,3
Finanzanlagen	8,9	6,5	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Anlagevermögen</b>	<b>13,0</b>	<b>11,2</b>	<b>5,3</b>	<b>15,3</b>	<b>15,4</b>	<b>15,5</b>	<b>15,5</b>
Vorräte	4,6	4,6	4,7	11,0	10,5	10,6	10,3
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3,6	3,9	4,7	10,4	7,8	8,2	8,4
Sonstige Vermögensgegenstände	2,6	2,1	2,0	2,9	3,2	2,3	2,3
Liquide Mittel	8,4	10,5	17,8	8,9	5,2	7,2	8,7
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>19,1</b>	<b>21,1</b>	<b>29,2</b>	<b>33,2</b>	<b>26,7</b>	<b>28,4</b>	<b>29,7</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>32,1</b>	<b>32,3</b>	<b>34,5</b>	<b>48,5</b>	<b>42,1</b>	<b>43,8</b>	<b>45,2</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	5,4	5,4	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Kapitalrücklage	16,6	16,7	16,8	16,9	16,9	16,9	16,9
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,5	-1,4	0,2
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	4,5	4,5	6,0	8,1	7,4	7,3	7,3
Buchwert	26,6	26,7	28,3	30,6	26,4	28,3	30,0
Anteile Dritter	0,5	0,4	0,6	0,8	0,8	0,7	0,7
<b>Eigenkapital</b>	<b>27,0</b>	<b>27,1</b>	<b>28,9</b>	<b>31,4</b>	<b>27,2</b>	<b>29,0</b>	<b>30,7</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,8	1,1	1,2	1,8	1,8	1,8	1,8
Rückstellungen gesamt	2,5	2,8	2,1	3,9	3,9	3,9	3,9
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,8	0,8	0,8	1,4	1,4	1,4	1,4
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,8	0,9	0,8	5,4	3,7	4,1	4,4
Sonstige Verbindlichkeiten	0,9	0,6	1,9	6,4	5,9	5,4	4,9
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>5,0</b>	<b>5,2</b>	<b>5,6</b>	<b>17,1</b>	<b>14,9</b>	<b>14,8</b>	<b>14,6</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>32,1</b>	<b>32,3</b>	<b>34,5</b>	<b>48,5</b>	<b>42,1</b>	<b>43,8</b>	<b>45,2</b>

Quellen: Dr. Hönle (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

<b>Bilanz Dr. Hönle</b>							
in % der Bilanzsumme							
	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09e	2009/10e	2010/11e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	2,4 %	3,2 %	3,4 %	18,6 %	21,4 %	20,5 %	19,9 %
davon übrige imm. VG	1,9 %	2,8 %	2,3 %	4,3 %	4,9 %	4,7 %	4,6 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,5 %	0,5 %	1,1 %	14,3 %	16,5 %	15,8 %	15,3 %
Sachanlagen	10,4 %	11,6 %	11,1 %	12,5 %	14,7 %	14,2 %	13,9 %
Finanzanlagen	27,6 %	20,0 %	1,0 %	0,5 %	0,6 %	0,6 %	0,5 %
<b>Anlagevermögen</b>	<b>40,4 %</b>	<b>34,8 %</b>	<b>15,5 %</b>	<b>31,6 %</b>	<b>36,6 %</b>	<b>35,3 %</b>	<b>34,3 %</b>
Vorräte	14,4 %	14,1 %	13,8 %	22,8 %	24,9 %	24,2 %	22,8 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	11,1 %	12,2 %	13,5 %	21,4 %	18,5 %	18,7 %	18,6 %
Sonstige Vermögensgegenstände	8,1 %	6,6 %	5,8 %	5,9 %	7,6 %	5,3 %	5,1 %
Liquide Mittel	26,1 %	32,4 %	51,5 %	18,4 %	12,3 %	16,5 %	19,3 %
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>59,6 %</b>	<b>65,3 %</b>	<b>84,6 %</b>	<b>68,5 %</b>	<b>63,4 %</b>	<b>64,7 %</b>	<b>65,8 %</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	16,7 %	16,8 %	16,0 %	11,4 %	13,1 %	12,6 %	12,2 %
Kapitalrücklage	51,8 %	51,8 %	48,6 %	34,9 %	40,2 %	38,6 %	37,4 %
Gewinnrücklagen	0,2 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	-8,3 %	-3,3 %	0,5 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	14,1 %	14,0 %	17,4 %	16,7 %	17,6 %	16,7 %	16,2 %
Buchwert	82,8 %	82,7 %	82,1 %	63,1 %	62,6 %	64,7 %	66,3 %
Anteile Dritter	1,5 %	1,3 %	1,7 %	1,7 %	1,9 %	1,6 %	1,6 %
<b>Eigenkapital</b>	<b>84,2 %</b>	<b>84,0 %</b>	<b>83,8 %</b>	<b>64,8 %</b>	<b>64,5 %</b>	<b>66,3 %</b>	<b>67,8 %</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	2,6 %	3,5 %	3,5 %	3,6 %	4,3 %	4,1 %	4,0 %
Rückstellungen gesamt	7,7 %	8,8 %	6,2 %	8,1 %	9,4 %	9,0 %	8,7 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	2,6 %	2,5 %	2,3 %	2,9 %	3,3 %	3,2 %	3,1 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,6 %	2,8 %	2,3 %	11,2 %	8,8 %	9,4 %	9,7 %
Sonstige Verbindlichkeiten	2,9 %	2,0 %	5,4 %	13,1 %	13,9 %	12,2 %	10,7 %
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>15,7 %</b>	<b>16,1 %</b>	<b>16,3 %</b>	<b>35,2 %</b>	<b>35,4 %</b>	<b>33,8 %</b>	<b>32,3 %</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>

Quellen: Dr. Hönle (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**Kapitalflussrechnung Dr. Hönle**

in EUR Mio.

	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09e	2009/10e	2010/11e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	2,7	2,9	3,2	4,4	-2,1	2,0	3,0
Abschreibung Anlagevermögen	0,4	0,5	0,5	0,7	0,7	0,8	0,8
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,1	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,3	0,2	0,5	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,6	-0,7	-0,6	0,1	-0,7	0,7	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>2,6</b>	<b>3,1</b>	<b>3,5</b>	<b>6,0</b>	<b>-2,0</b>	<b>3,6</b>	<b>4,0</b>
Veränderung Vorräte	-0,5	0,0	-0,3	-6,3	0,5	-0,1	0,3
Veränderung Forderungen aus L+L	0,0	-0,4	-0,7	-5,7	2,6	-0,4	-0,2
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-0,3	0,0	0,0	4,9	-1,7	0,4	0,3
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-0,1	-0,3	0,3	3,5	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-0,8	-0,6	-0,7	-3,6	1,4	-0,1	0,4
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>3,5</b>	<b>4,4</b>
CAPEX	-1,9	-1,3	-0,9	-0,8	-1,0	-1,0	-1,1
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	-7,3	-0,8	-0,5	-0,5
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	1,0	3,6	7,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-0,8</b>	<b>2,3</b>	<b>6,2</b>	<b>-8,1</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,6</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,8	0,0	-0,2	-1,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-1,0	-1,6	-1,5	-2,2	-1,4	0,0	-1,4
Erwerb eigener Aktien	0,0	-1,2	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-0,1</b>	<b>-2,7</b>	<b>-1,7</b>	<b>-3,5</b>	<b>-1,4</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,4</b>
Veränderung liquide Mittel	0,8	2,1	7,3	-9,2	-3,7	2,0	1,5
<b>Effekte aus Wechselkursänderungen</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>8,4</b>	<b>10,5</b>	<b>17,8</b>	<b>8,8</b>	<b>5,2</b>	<b>7,2</b>	<b>8,7</b>

Quellen: Dr. Hönle (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

## Kennzahlen Dr. Hönle

	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09e	2009/10e	2010/11e
<b>Operative Effizienz</b>							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	83,2 %	83,0 %	80,6 %	88,0 %	102,0 %	92,3 %	89,9 %
Umsatz je Mitarbeiter	195.060	189.544	197.338	188.934	152.373	169.492	173.710
EBITDA je Mitarbeiter	34.368	32.152	37.647	25.830	-7.055	13.051	17.470
EBIT-Marge	15,4 %	14,5 %	16,5 %	11,6 %	-6,5 %	5,8 %	8,2 %
EBITDA / Operating Assets	38,5 %	36,0 %	41,1 %	30,9 %	-10,3 %	18,9 %	27,0 %
ROA	20,0 %	24,9 %	56,4 %	28,5 %	-13,9 %	13,3 %	19,4 %
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Plant Turnover	6,9	6,3	6,9	8,1	7,3	8,0	8,6
Operating Assets Turnover	2,2	2,1	2,2	2,3	2,2	2,4	2,7
Capital Employed Turnover	0,8	0,8	0,8	1,3	1,4	1,5	1,5
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE	12,2 %	11,2 %	13,9 %	16,4 %	-8,5 %	8,7 %	12,5 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	13,9 %	13,1 %	16,0 %	19,4 %	-6,0 %	11,5 %	15,4 %
ROE	9,6 %	10,3 %	10,4 %	13,9 %	-7,9 %	7,1 %	9,8 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	10,0 %	10,3 %	10,7 %	14,5 %	-7,3 %	7,3 %	10,1 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	10,4 %	10,2 %	11,3 %	15,1 %	-6,8 %	8,0 %	11,1 %
ROIC	8,9 %	8,9 %	9,9 %	12,1 %	-6,0 %	6,4 %	9,0 %
<b>Solvanz</b>							
Nettoverschuldung	-7,6	-9,6	-17,0	-7,5	-3,8	-5,8	-7,3
Net Gearing	-27,9 %	-35,5 %	-58,6 %	-23,9 %	-13,9 %	-20,1 %	-23,9 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	3293,5 %	3334,5 %	3582,8 %	2236,0 %	1932,6 %	2064,1 %	2180,0 %
Current ratio	10,8	13,6	10,9	2,7	2,6	2,8	3,0
Acid Test Ratio	3,4	3,8	5,1	1,4	1,1	1,3	1,4
EBITDA / Zinsaufwand	n.a.	42,3	56,9	25,1	n.a.	n.a.	n.a.
Netto Zinsdeckung	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	-0,1	1,2	1,8	1,5	-1,6	2,5	3,4
Free Cash Flow / Umsatz	-0,6 %	4,9 %	7,0 %	3,1 %	-3,5 %	5,1 %	6,2 %
Adj. Free Cash Flow	3,9	3,4	4,3	5,9	-2,9	2,9	4,3
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	9,6 %	8,5 %	9,9 %	9,1 %	-4,5 %	5,9 %	6,2 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-5,0 %	41,3 %	60,9 %	34,6 %	72,5 %	124,4 %	111,5 %
Zinserträge / Avg. Cash	7,6 %	7,5 %	5,1 %	4,1 %	2,8 %	3,2 %	2,5 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	0,0 %	11,6 %	10,9 %	24,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Ausschüttungsquote	57,1 %	56,8 %	65,4 %	28,4 %	0,0 %	57,7 %	55,0 %
<b>Mittelverwendung</b>							
Investitionsquote	8,2 %	5,4 %	3,5 %	1,7 %	2,1 %	2,0 %	2,0 %
Maint. Capex / Umsatz	1,7 %	2,6 %	2,0 %	1,2 %	1,6 %	1,4 %	1,5 %
CAPEX / Abschreibungen	377,3 %	216,2 %	138,5 %	81,6 %	112,6 %	105,3 %	105,3 %
Avg. Working Capital / Umsatz	29,8 %	30,7 %	30,1 %	24,5 %	32,9 %	28,3 %	26,0 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	429,5 %	442,3 %	582,2 %	191,5 %	210,8 %	200,0 %	190,9 %
Inventory processing period (Tage)	73,6	70,2	66,0	82,7	84,9	77,7	69,5
Receivables collection period (Tage)	56,9	60,8	64,9	77,8	63,0	60,0	57,0
Payables payment period (Tage)	13,2	13,7	11,2	40,6	30,0	30,0	30,0
Cash conversion cycle (Tage)	114	115	116	116	114	104	93,1
<b>Bewertung</b>							
P/B	0,8	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8	0,7
EV/sales	0,8	0,7	0,7	0,4	0,5	0,4	0,3
EV/EBITDA	4,3	4,3	3,5	2,6	-10,2	4,9	3,2
EV/EBIT	5,0	5,1	4,0	3,1	-7,2	6,6	4,0
EV/FCF	-135,4	15,1	9,5	11,6	-13,6	7,5	5,2
P/E	8,1	7,5	7,0	4,8	-9,9	10,4	7,0
P/CF	8,6	7,3	6,4	3,7	neg.	6,1	5,6

Quellen: Dr. Hönle (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**Free Cash Flow Yield - Dr. Hönle**

Angaben in Mio. EUR	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e	
Jahresüberschuss	2,6	2,8	3,0	4,4	-2,1	2,0	3,0	
+ Abschreibung + Amortisation	0,5	0,6	0,7	1,0	0,9	1,0	1,0	
- Zinsergebnis (netto)	0,6	0,6	0,6	0,3	0,2	0,2	0,2	
+ Steuern	1,4	1,3	1,8	1,3	-0,7	0,9	1,3	
- Erhaltungsinvestitionen	0,0	0,6	0,5	0,6	0,7	0,7	0,8	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Adjustierter Free Cash Flow</b>	<b>3,9</b>	<b>3,4</b>	<b>4,3</b>	<b>5,9</b>	<b>-2,9</b>	<b>2,9</b>	<b>4,3</b>	
Adjustierter Free Cash Flow Yield	22,1%	19,5%	24,5%	33,1%	-13,7%	15,3%	24,3%	
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
<b>= Enterprise Value</b>	<b>17,7</b>	<b>17,7</b>	<b>17,7</b>	<b>17,7</b>	<b>21,4</b>	<b>19,3</b>	<b>17,8</b>	
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>39,1</b>	<b>34,4</b>	<b>43,4</b>	<b>58,6</b>	-	<b>29,5</b>	<b>43,2</b>	
- Nettoverschuldung (Cash)	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	-3,8	-5,8	-7,3	
- Pensionsverbindlichkeiten	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	
- Sonstige	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>44,0</b>	<b>39,3</b>	<b>48,3</b>	<b>63,5</b>	-	<b>32,8</b>	<b>48,0</b>	
Aktienanzahl (Mio.)	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>7,99</b>	<b>7,13</b>	<b>8,75</b>	<b>11,51</b>	-	<b>5,96</b>	<b>8,70</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %	94,8%	74,0%	113,5%	180,8%	-	45,3%	112,2%	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	13,0%	6,35	5,69	6,94	9,06	-	4,72	6,89
	12,0%	6,80	6,09	7,44	9,74	-	5,06	7,40
Fairer	11,0%	7,34	6,57	8,04	10,55	-	5,47	7,99
Free Cash Flow	<b>10,0%</b>	<b>7,99</b>	<b>7,13</b>	<b>8,75</b>	<b>11,51</b>	-	<b>5,96</b>	<b>8,70</b>
Yield	9,0%	8,77	7,83	9,63	12,69	-	6,55	9,57
	8,0%	9,76	8,70	10,72	14,17	-	7,29	10,66
	7,0%	11,03	9,81	12,12	16,07	-	8,25	12,06

Quellen: Dr. Hönle (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**DCF Modell - Dr. Hönle**

Angaben in Mio. EUR

	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Umsatz	45,0	50,0	53,9	59,2	62,2	64,7	67,3	70,0	72,8	74,9	77,2	78,7	79,9	81,1
Veränderung	-7,8%	11,2%	7,7%	10,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	2,0%	1,5%	1,5%
EBIT	-2,9	2,9	4,4	5,3	5,6	5,8	6,1	6,3	6,5	6,7	6,9	7,1	7,2	7,3
EBIT-Marge	-6,5%	5,8%	8,2%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Steuerquote	27,0%	27,4%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
NOPAT	-2,1	2,1	3,2	3,8	4,0	4,2	4,4	4,5	4,7	4,9	5,0	5,1	5,2	5,3
Abschreibungen	0,9	1,0	1,0	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6
in % vom Umsatz	1,9%	1,9%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	1,4	-0,1	0,4	-1,9	-1,1	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,6	-0,6	-0,4	-0,3	-0,3
- Investitionen	-1,0	-1,0	-1,1	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5	-1,6	-1,6	-1,6
Investitionsquote	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Übriges	-0,1	-0,2	-0,3	-2,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-1,0	1,8	3,2	-0,2	2,6	3,2	3,3	3,5	3,6	3,9	4,0	4,3	4,5	4,5

**Modellparameter**

Fremdkapitalquote	0,00%	Beta	1,20
Fremdkapitalzins	n.a.	WACC	10,25%
Marktrendite	9,25%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	1,50%

**Wertermittlung (Mio. EUR)**

Barwerte bis 2022	18,5		
Terminal Value	13,9		
Verbindlichkeiten	-4,7		
Liquide Mittel	8,9	Aktienzahl (Mio.)	5,51
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>36,7</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>6,66</b>

**Sensitivität Wert je Aktie (EUR)**

**Ewiges Wachstum**

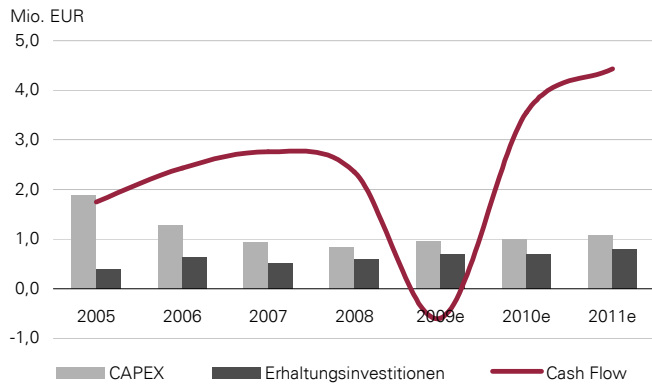
WACC	0,75%	1,00%	1,25%	<b>1,50%</b>	1,75%	2,00%	2,25%
11,25%	5,77	5,82	5,86	5,91	5,97	6,02	6,08
10,75%	6,10	6,15	6,21	6,26	6,33	6,39	6,46
10,50%	6,27	6,33	6,39	6,46	6,52	6,60	6,67
<b>10,25%</b>	6,46	6,52	6,59	<b>6,66</b>	6,73	6,81	6,89
10,00%	6,65	6,72	6,80	6,87	6,95	7,04	7,13
9,75%	6,86	6,94	7,02	7,10	7,19	7,28	7,38
9,25%	7,32	7,41	7,50	7,60	7,71	7,82	7,95

**Delta EBIT-Marge**

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	<b>0,0</b>	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,25%	4,64	5,07	5,49	5,91	6,34	6,76	7,19
10,75%	4,92	5,37	5,82	6,26	6,71	7,16	7,61
10,50%	5,07	5,53	5,99	6,46	6,92	7,38	7,84
<b>10,25%</b>	5,23	5,71	6,18	<b>6,66</b>	7,13	7,61	8,08
10,00%	5,40	5,89	6,38	6,87	7,36	7,85	8,34
9,75%	5,59	6,09	6,60	7,10	7,60	8,11	8,61
9,25%	5,99	6,53	7,06	7,60	8,14	8,68	9,21

Quelle: SES Research

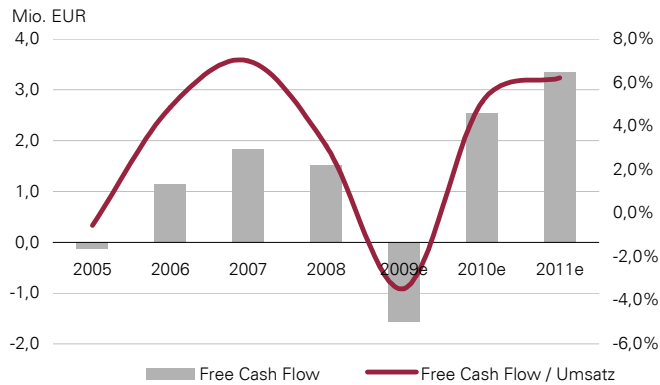
**Investitionen und Cash Flow - Dr. Hönle**



Quellen: Dr. Hönle (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Erlössteigerung induziert Cash Flow-Anstieg in den nächsten Jahren
- Nur moderate CAPEX benötigt

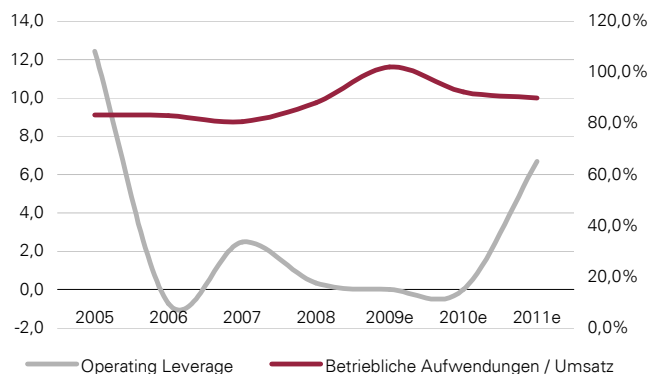
**Free Cash Flow Generation - Dr. Hönle**



Quellen: Dr. Hönle (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- FCF-Rentabilität durch geringere Margen der Akquisitionen beeinflusst
- Rückkehr zu positiven FCF ab 2009/10

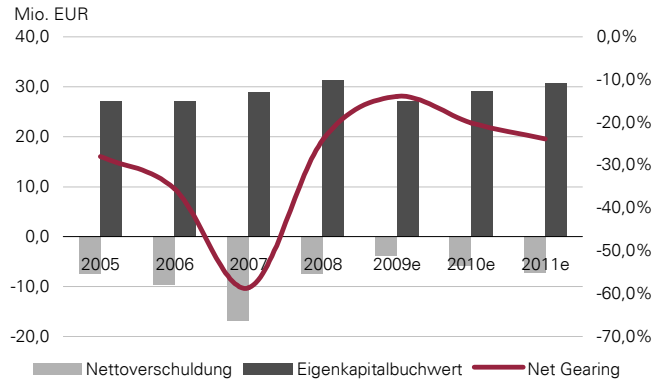
**Operating Leverage - Dr. Hönle**



Quellen: Dr. Hönle (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Umsatzrückgang führt zu höheren Kostenquoten in 08/09

**Bilanzqualität - Dr. Hönle**



Quellen: Dr. Hönle (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Hohe Bilanzqualität durch signifikante Nettoliquidität
- Nettoliquidität 2007 durch Verkauf langfr. Wertpapiere positiv beeinflusst
- 2007/2008 Realisierung von drei Akquisitionen

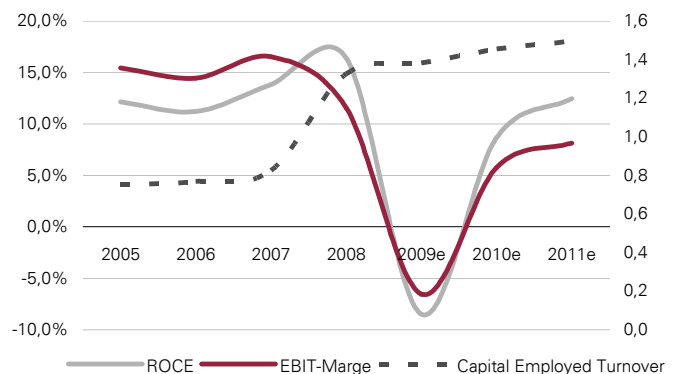
**Working Capital - Dr. Hönle**



Quellen: Dr. Hönle (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Akquisitionen erhöhen WC ab GJ 07/08
- Unterproportionaler Anstieg des Working Capital erwartet

**ROCE Entwicklung - Dr. Hönle**



Quellen: Dr. Hönle (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Übernommene Unternehmen verwässern EBIT-Marge und ROCE
- Ergebnisanstieg induziert ROCE > 10% in den kommenden Jahren

---

## Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der SES Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die SES Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA und der SES Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

---

## Urheberrechte

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

---

## Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Gemäß § 34 b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. In diesem Zusammenhang weisen wir auf folgendes hin:

- M.M.Warburg & CO KGaA oder SES Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offen zulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Weder die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der SES Research GmbH beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

**Anlageempfehlung:** Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

- K **Kaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
- H **Halten:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
- V **Verkaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
- “-“ **Empfehlung ausgesetzt:** Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

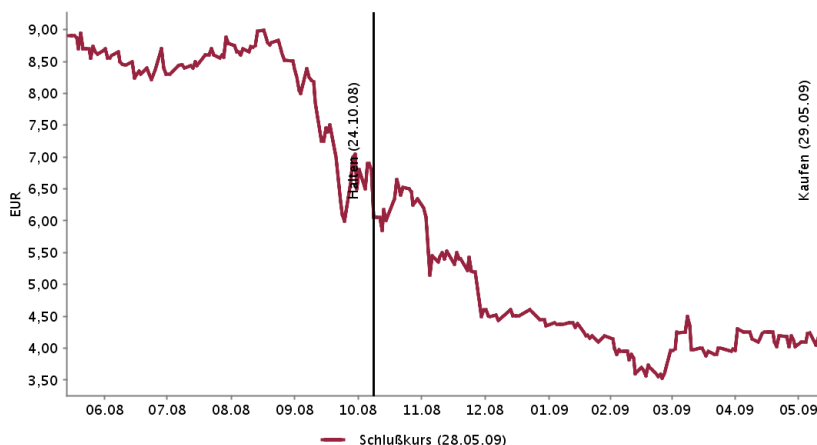
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	101	49%
Halten	70	34%
Verkaufen	25	12%
Empf. ausgesetzt	11	5%
<b>Gesamt</b>	<b>207</b>	

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung, unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	74	56%
Halten	44	34%
Verkaufen	7	5%
Empf. ausgesetzt	6	5%
<b>Gesamt</b>	<b>131</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
Dr. Hönle AG am 29.05.09**



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die SES Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

## SES Research GmbH

SES Research GmbH | Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 309537 - 0 | Fax: +49 40 309537 - 110 | info@ses.de | www.ses.de

**SES | RESEARCH**  
Ein Unternehmen der Warburg Gruppe

### Analyse

<b>Felix Ellmann</b>	+49 (0)40-309537 - 120 ellmann@ses.de	<b>Tim Kruse</b>	+49 (0)40-309537 – 180 kruse@ses.de
<b>Henner Rüschemier</b>	+49 (0)40-309537 - 270 rueschmeier@ses.de	<b>Frank Laser</b>	+49 (0)40-309537 – 235 laser@ses.de
<b>Robert Suckel</b>	+49 (0)40-309537 - 190 suckel@ses.de	<b>Jochen Reichert</b>	+49 (0)40-309537 – 130 reichert@ses.de
<b>Dr. Karsten von Blumenthal</b>	+49 (0)40-309537 - 150 blumenthal@ses.de	<b>Malte Schaumann</b>	+49 (0)40-309537 – 170 schaumann@ses.de
<b>Björn Blunck</b>	+49 (0)40-309537 – 160 blunck@ses.de	<b>Franziska Schmidt-Petersen</b>	+49 (0)40-309537 – 100 schmidt-petersen@ses.de
<b>Daniel Bonn</b>	+49 (0)40-309537 – 250 bonn@ses.de	<b>Claudia Vedder</b>	+49 (0)40-309537 – 105 vedder@ses.de
<b>Annika Boysen</b>	+49 (0)40-309537 – 220 boysen@ses.de	<b>Katrin Wauker</b>	+49 (0)40-309537 – 200 wauker@ses.de
<b>Finn Henning Breiter</b>	+49 (0)40-309537 – 230 breiter@ses.de	<b>Andreas Wolf</b>	+49 (0)40-309537 – 140 wolf@ses.de
<b>Torsten Klingner</b>	+49 (0)40-309537 – 260 klingner@ses.de	<b>Tim Oliver Wunderlich</b>	+49 (0)40-309537 – 185 wunderlich@ses.de

## M.M. Warburg & CO KGaA

M.M. Warburg & CO KGaA | Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 3282 - 0 | Fax: +49 40 3618 - 1000 | info@mmwarburg.com | www.mmwarburg.com



**M. M. WARBURG & CO**  
1798

### Institutional Sales

<b>Barbara C. Effler</b> Head of Equities	+49 (0)40-3282 - 2686 beffler@mmwarburg.com	<b>Oliver Merckel</b> Head of Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2634 omerckel@mmwarburg.com
<b>Dirk Rosenfelder</b> Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2692 drosenfelder@mmwarburg.com	<b>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2668 tstruve @mmwarburg.com
<b>Christian Alisch</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2667 calisch@mmwarburg.com	<b>Gudrun Bolsen</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2679 gbolsen@mmwarburg.com
<b>Matthias Fritsch</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2696 mfritsch@mmwarburg.com	<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2701 bquast@mmwarburg.com
<b>Dr. James F. Jackson</b> Equity Sales	49 (0)40-3282 – 2664 jjackson@mmwarburg.com	<b>Patrick Schepelmann</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2700 pschepelmann@mmwarburg.com
<b>Wolf-Oliver Jürgens</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2666 wjurgens@mmwarburg.com	<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2658 jtreptow@mmwarburg.com
<b>Benjamin Kassen</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2630 bkassen@mmwarburg.com	<b>Andrea Carstensen</b> Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2632 acarstensen@mmwarburg.com
<b>Michael Kriszun</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2695 mkriszun@mmwarburg.com	<b>Wiebke Möller</b> Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2703 wmoeller@mmwarburg.com
<b>Denis Moreau</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2669 dmoreau@mmwarburg.com	<b>Katharina Bruns</b> Roadshow / Marketing	+49 (0)40-3282 - 2694 kbruns@mmwarburg.com
<b>Marco Schumann</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2665 mschumann@mmwarburg.com		
<b>Andreas Wessel</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2663 awessel@mmwarburg.com		