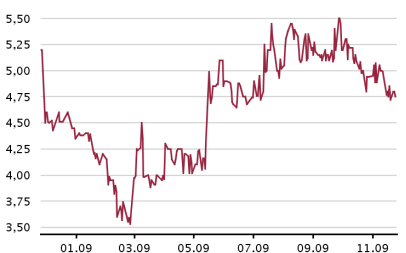


**Kaufen** (alt: Kaufen)

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

**Kurs** EUR 4,75  
**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: 09.12.2009 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 26,2 Mio  
**Enterprise Value (EV):** EUR 27,0 Mio  
**Buchwert:** EUR 27,0 Mio  
**Aktienanzahl:** 5,2 Mio  
**Handelsvolumen Ø:** EUR 0,0 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:**  
Geschäftsbericht 2008/2009 13.01.2010

	2008/09e		2009/10e		2010/11e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
<b>Umsatz</b>	44,8	0,5	50,0	0	53,9	0
<b>EBIT</b>	-2,6	n.m	2,9	0,0	4,4	0,0
<b>EPS</b>	-0,38	n.m	0,39	0	0,58	0

Analyse: SES Research  
Publikationsdatum: 10.12.2009  
Analyst: Malte Schaumann  
+49 (0)40-309537-170  
schaumann@ses.de

## Sondereffekte belasten Q4 - Rückkehr zu positivem EBIT in Q1

Für das 4. Quartal hat Dr. Hönle **rein operativ** wie erwartet abermals ein **ausgeglichenes Ergebnis** berichtet. Durch **einmalige Sondereffekte** in Höhe von EUR 1,9 Mio. (antizipiert wurden EUR 0,7 Mio.) lag das EBIT allerdings deutlich im negativen Bereich.

Dr. Hönle - Q4 2009							
Angaben in Mio. EUR	Q4/09	Q4/09e	Q4/08	yoy	2009	2008	yoy
<b>Umsatz</b>	11,4	11,1	15,9	-28,3%	45,0	48,7	-7,7%
<b>EBIT vor Sondereffekten</b>	0,0	0,0	0,8	-	-2,1	5,6	-
<i>Marge</i>	-0,1%	0,0%	5,2%		-4,6%	11,6%	
<b>EBIT</b>	-1,9	-0,7	0,8	-	-3,9	5,6	-
<i>Marge</i>	-16,5%	-6,3%	5,2%		-8,8%	11,6%	
<b>EPS in EUR</b>	-0,46	-0,08	0,11	-	-0,79	0,84	-

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

Die Sondereffekte sollten zu wesentlichen Teilen durch die Integration von Eltosch angefallen sein. Im Zuge dieser dürften wesentliche Kosten für Kapazitätsanpassungen (Personal, Gebäude) und voraussichtlich Wertberichtigungen angefallen sein. Hiermit sollte Dr. Hönle jegliche Risikopositionen berücksichtigt haben und startet mit signifikant reduzierter Kostenbasis ins laufende Geschäftsjahr.

Insbesondere die Integration der Fertigung von Eltosch in die von Dr. Hönle, bedeutet einen enormen Kostenvorteil. In der Vergangenheit lagen die Rohmargen von Eltosch bei 20% und tlw. signifikant darunter. Diese sollten bereits im abgelaufenen Jahr gesteigert worden sein. Durch den verstärkten Einsatz eigener Komponenten dürfte die Ergebnisqualität weiter verbessert werden. Insgesamt hat Dr. Hönle eine Reduktion des Break-Even-Niveaus auf EUR 42 Mio. erreicht. Damit sollte das Unternehmen **im laufenden Geschäftsjahr zu positiven Erträgen zurückkehren**.

Für das laufende erste Quartal erwartet Dr. Hönle bereits ein positives EBIT in Höhe von EUR 0,5 – 1,0 Mio. Dies impliziert eine sequentielle Umsatzsteigerung auf ein Erlösniveau von ca. EUR 12 – 13 Mio.

Eine **sukzessive konjunkturelle Erholung bleibt ein wesentlicher Wachstumstreiber** für die kommenden Jahre. Zusätzlich hat Dr. Hönle im abgelaufenen Geschäftsjahr den Vertrieb für die Klebstoffsparte vor allem in der asiatischen Region mit zahlreichen neuen Vertriebspartnern deutlich ausgeweitet. Mittelfristiges Ziel dürfte die **Rückkehr zu zweistelligen EBIT-Margen** sein, die ab einem Umsatz von ca. EUR 55 Mio. erreicht werden sollten. Diese werden im Bewertungsmodell derzeit nicht antizipiert, was für weiteres Aufwärtspotenzial sorgt.

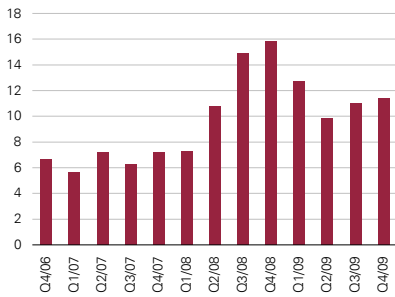
**Kursziel von EUR 6,60** (basierend auf DCF-Modell) und **Rating Kaufen** bleiben unverändert.

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 %	-7,7 %	11,1 %	7,7 %
<b>Roherttrag</b>	14,5	15,4	17,4	27,6	24,5	27,5	29,6
<i>Roherttragsmarge</i>	63,7 %	65,2 %	66,2 %	56,6 %	54,5 %	55,0 %	55,0 %
<b>EBITDA</b>	4,0	4,0	5,0	6,7	-2,9	3,8	5,4
<i>EBITDA-Marge</i>	17,6 %	17,0 %	19,1 %	13,7 %	-6,4 %	7,7 %	10,1 %
<b>EBIT</b>	3,5	3,4	4,3	5,6	-3,9	2,9	4,4
<i>EBIT-Marge</i>	15,4 %	14,5 %	16,5 %	11,6 %	-8,8 %	5,8 %	8,2 %
<b>Jahresüberschuss</b>	2,6	2,8	3,0	4,4	-4,1	2,0	3,0
<b>EPS</b>	0,50	0,54	0,58	0,84	-0,79	0,39	0,58
<b>Free Cash Flow je Aktie</b>	-0,03	0,22	0,35	0,29	-0,68	0,51	0,61
<b>Dividende</b>	0,30	0,30	0,40	0,25	0,00	0,25	0,35
<i>Dividendenrendite</i>	6,3 %	6,3 %	8,4 %	5,3 %	n.a.	5,3 %	7,4 %
<b>EV/Umsatz</b>	0,9	0,9	0,8	0,4	0,6	0,5	0,4
<b>EV/EBITDA</b>	5,3	5,3	4,2	3,2	-9,4	6,4	4,3
<b>EV/EBIT</b>	6,0	6,2	4,9	3,8	-6,8	8,5	5,3
<b>KGV</b>	9,5	8,8	8,2	5,7	-6,0	12,2	8,2
<b>ROCE</b>	12,2 %	11,2 %	13,9 %	16,4 %	-11,6 %	9,0 %	13,0 %
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	18,4 %	16,2 %	20,4 %	27,5 %	-13,6 %	11,9 %	18,4 %

Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in EUR Mio., Kurs: EUR 4,75

**Entwicklung Umsatz**

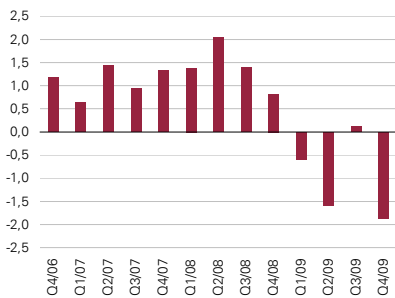
in EUR Mio.



Quelle: Dr. Hönle

**Entwicklung EBIT**

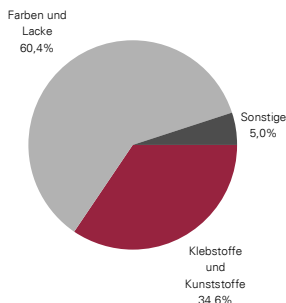
in EUR Mio.



Quelle: Dr. Hönle

**Umsatz nach Geschäftsbereichen**

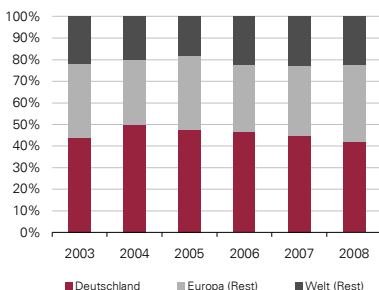
2008



Quelle: Dr. Hönle

**Umsatz nach Regionen**

2003-2008



Quelle: Dr. Hönle

**Unternehmenshintergrund**

Trotz eines Umsatzes von lediglich rund EUR 45 Mio. zählt Dr. Hönle in einem fragmentierten Markt zu den weltweit größten und führenden Anbietern von UV-Technologie. In der jüngeren Vergangenheit hat das Unternehmen die Geschäftstätigkeit durch 3 Akquisitionen deutlich ausgebaut und neben dem Kerngeschäft angrenzende Bereiche wie (UV-)Klebstoffe oder IR-Technologie gestärkt. Das Unternehmen beschäftigt derzeit ca. 200 Mitarbeiter.

UV-Technologie wird in einer breiten Zahl von industriellen Anwendungen eingesetzt. Die bedeutendsten Einsatzgebiete sind heute Farb-/Lackrocknung, Klebstoffe und Beschichtungsanwendungen. Da wesentliche Kunden aus der Druckindustrie in Deutschland sitzen, wird ein signifikanter Teil der Umsätze im Inland generiert. Dr. Hönle's Kundenstruktur ist größtenteils fragmentiert, mit Ausnahme des größten Kunden manroland, wesentlicher Abnehmer von Trocknungssystemen für Bogenoffset-Druckmaschinen.

**Wettbewerbsqualität**

Die Wettbewerbsstruktur ist durch eine Vielzahl von kleineren häufig vor allem regional tätigen Anbietern und nur einer handvoll von größeren Unternehmen gekennzeichnet. Die ähnlich großen Wettbewerber bedienen in der Regel nur einen Teil der Marktsegmente, das Ergebnis ist eine vergleichsweise moderate Wettbewerbsintensität innerhalb der einzelnen Segmente.

Eine wesentliche Markteintrittsbarriere stellen die bestehenden OEM-Kundenbeziehungen dar. Auf die UV-Komponenten entfallen selten mehr als 5% der Wertschöpfung. Gleichzeitig sind die Komponenten integraler Bestandteil des OEM-Produktes. Die Folge ist eine geringe Motivation der OEM zum Wechsel des UV-Lieferanten.

Mit einer hohen vertikalen Integration generiert Dr. Hönle einen großen Teil der Wertschöpfung im Unternehmen. Dies sichert dem Unternehmen mittelfristig die Rückkehr zu hohen Margen und hohen Cash Flows.

**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	-1,3	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>43,6</b>	<b>50,0</b>	<b>53,9</b>
Materialaufwand	8,5	8,2	8,8	22,0	19,1	22,5	24,2
<b>Rohertrag</b>	<b>14,5</b>	<b>15,4</b>	<b>17,4</b>	<b>27,6</b>	<b>24,5</b>	<b>27,5</b>	<b>29,6</b>
Personalaufwendungen	6,8	7,2	7,6	13,9	16,4	13,5	14,0
Sonstige betriebliche Erträge	0,5	0,6	0,5	1,7	1,8	0,3	0,3
Sonstige betriebliche Aufwendungen	4,2	4,7	5,3	8,7	10,9	10,5	10,5
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,9</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>EBITDA</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>5,0</b>	<b>6,7</b>	<b>-2,9</b>	<b>3,8</b>	<b>5,4</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,4	0,5	0,5	0,7	0,9	0,8	0,8
<b>EBITA</b>	<b>3,6</b>	<b>3,5</b>	<b>4,5</b>	<b>6,0</b>	<b>-3,7</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>-3,9</b>	<b>2,9</b>	<b>4,4</b>
Zinserträge	0,6	0,7	0,7	0,5	0,0	0,2	0,2
Zinsaufwendungen	0,0	0,1	0,1	0,3	0,1	0,0	0,0
Finanzergebnis	0,6	0,6	0,6	0,3	-0,1	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>-4,1</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>-4,1</b>	<b>3,1</b>	<b>4,6</b>
Steuern gesamt	1,4	1,3	1,8	1,3	-0,1	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>-4,0</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>-4,0</b>	<b>2,2</b>	<b>3,3</b>
Minority interest	0,1	0,0	0,2	0,2	0,1	0,2	0,3
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	<b>4,4</b>	<b>-4,1</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 %	-3,0 %	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>97,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
Materialaufwand	37,1 %	34,8 %	33,5 %	45,1 %	42,5 %	45,0 %	45,0 %
<b>Rohertrag</b>	<b>63,7 %</b>	<b>65,2 %</b>	<b>66,2 %</b>	<b>56,6 %</b>	<b>54,5 %</b>	<b>55,0 %</b>	<b>55,0 %</b>
Personalaufwendungen	30,0 %	30,6 %	28,9 %	28,6 %	36,5 %	26,9 %	26,0 %
Sonstige betriebliche Erträge	2,1 %	2,4 %	1,9 %	3,4 %	4,0 %	0,6 %	0,6 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	18,2 %	20,0 %	20,1 %	17,8 %	24,2 %	21,0 %	19,5 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>-4,1 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>
<b>EBITDA</b>	<b>17,6 %</b>	<b>17,0 %</b>	<b>19,1 %</b>	<b>13,7 %</b>	<b>-6,4 %</b>	<b>7,7 %</b>	<b>10,1 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,7 %	2,0 %	1,9 %	1,5 %	1,9 %	1,5 %	1,5 %
<b>EBITA</b>	<b>15,9 %</b>	<b>15,0 %</b>	<b>17,1 %</b>	<b>12,2 %</b>	<b>-8,3 %</b>	<b>6,2 %</b>	<b>8,6 %</b>
Abschreibungen auf iAV	0,4 %	0,5 %	0,6 %	0,7 %	0,5 %	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>-8,8 %</b>	<b>5,8 %</b>	<b>8,2 %</b>
Zinserträge	2,7 %	3,0 %	2,7 %	1,1 %	0,0 %	0,4 %	0,4 %
Zinsaufwendungen	0,0 %	0,4 %	0,3 %	0,6 %	0,3 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	2,7 %	2,6 %	2,4 %	0,6 %	-0,3 %	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>-9,1 %</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>-9,1 %</b>	<b>6,2 %</b>	<b>8,5 %</b>
Steuern gesamt	6,2 %	5,4 %	6,9 %	2,8 %	-0,2 %	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>-8,9 %</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>-8,9 %</b>	<b>4,5 %</b>	<b>6,1 %</b>
Minority interest	0,5 %	-0,2 %	0,6 %	0,4 %	0,2 %	0,4 %	0,6 %
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>11,4 %</b>	<b>11,8 %</b>	<b>11,5 %</b>	<b>9,0 %</b>	<b>-9,1 %</b>	<b>4,1 %</b>	<b>5,6 %</b>

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

**Bilanz Dr. Hönle**

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	2,0	2,0	2,0
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	6,5	6,5	6,6
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>15,7</b>	<b>15,7</b>	<b>15,8</b>
Vorräte	4,6	4,6	4,7	11,0	10,7	10,9	10,8
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3,6	3,9	4,7	10,4	8,0	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	3,2	5,4	6,7
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>19,1</b>	<b>21,1</b>	<b>29,2</b>	<b>33,2</b>	<b>25,1</b>	<b>26,8</b>	<b>28,2</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>32,1</b>	<b>32,3</b>	<b>34,5</b>	<b>48,5</b>	<b>40,8</b>	<b>42,5</b>	<b>44,0</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	-5,4	-3,4	-1,7
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	4,5	4,5	6,0	8,1	8,1	7,9	8,0
Buchwert	26,6	26,7	28,3	30,6	25,1	27,0	28,7
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>25,9</b>	<b>27,7</b>	<b>29,4</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>40,8</b>	<b>42,5</b>	<b>44,0</b>

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

**Bilanz Dr. Hönle**

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 %	21,9 %	21,1 %	20,3 %
davon übrige imm. VG	1,9 %	2,8 %	2,3 %	4,3 %	5,0 %	4,8 %	4,6 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,5 %	0,5 %	1,1 %	14,3 %	17,0 %	16,3 %	15,7 %
Sachanlagen	10,4 %	11,6 %	11,1 %	12,5 %	15,9 %	15,4 %	15,0 %
Finanzanlagen	27,6 %	20,0 %	1,0 %	0,5 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %
<b>Anlagevermögen</b>	<b>40,4 %</b>	<b>34,8 %</b>	<b>15,5 %</b>	<b>31,6 %</b>	<b>38,4 %</b>	<b>37,0 %</b>	<b>35,9 %</b>
Vorräte	14,4 %	14,1 %	13,8 %	22,8 %	26,2 %	25,7 %	24,6 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	11,1 %	12,2 %	13,5 %	21,4 %	19,6 %	19,3 %	19,1 %
Sonstige Vermögensgegenstände	8,1 %	6,6 %	5,8 %	5,9 %	7,9 %	5,4 %	5,3 %
Liquide Mittel	26,1 %	32,4 %	51,5 %	18,4 %	7,9 %	12,7 %	15,1 %
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>59,6 %</b>	<b>65,3 %</b>	<b>84,6 %</b>	<b>68,5 %</b>	<b>61,6 %</b>	<b>63,0 %</b>	<b>64,0 %</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 %	13,5 %	13,0 %	12,5 %
Kapitalrücklage	51,8 %	51,8 %	48,6 %	34,9 %	41,5 %	39,8 %	38,5 %
Gewinnrücklagen	0,2 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	-13,3 %	-7,9 %	-4,0 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	14,1 %	14,0 %	17,4 %	16,7 %	19,9 %	18,6 %	18,2 %
Buchwert	82,8 %	82,7 %	82,1 %	63,1 %	61,6 %	63,5 %	65,2 %
Anteile Dritter	1,5 %	1,3 %	1,7 %	1,7 %	2,0 %	1,7 %	1,6 %
<b>Eigenkapital</b>	<b>84,2 %</b>	<b>84,0 %</b>	<b>83,8 %</b>	<b>64,8 %</b>	<b>63,6 %</b>	<b>65,1 %</b>	<b>66,8 %</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	2,6 %	3,5 %	3,5 %	3,6 %	4,4 %	4,2 %	4,1 %
Rückstellungen gesamt	7,7 %	8,8 %	6,2 %	8,1 %	9,7 %	9,3 %	9,0 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	2,6 %	2,5 %	2,3 %	2,9 %	3,5 %	3,3 %	3,2 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,6 %	2,8 %	2,3 %	11,2 %	9,1 %	9,7 %	10,0 %
Sonstige Verbindlichkeiten	2,9 %	2,0 %	5,4 %	13,1 %	14,3 %	12,6 %	11,0 %
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>15,7 %</b>	<b>16,1 %</b>	<b>16,3 %</b>	<b>35,2 %</b>	<b>36,5 %</b>	<b>34,8 %</b>	<b>33,2 %</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	-4,1	2,0	3,0
Abschreibung Anlagevermögen	0,4	0,5	0,5	0,7	0,9	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	-0,1	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>-3,1</b>	<b>3,6</b>	<b>4,0</b>
Veränderung Vorräte	-0,5	0,0	-0,3	-6,3	0,3	-0,2	0,1
Veränderung Forderungen aus L+L	0,0	-0,4	-0,7	-5,7	2,4	-0,2	-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	1,0	0,0	0,2
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>	<b>-2,1</b>	<b>3,6</b>	<b>4,2</b>
CAPEX	-1,9	-1,3	-0,9	-0,8	-1,5	-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>-2,3</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	-5,7	2,1	1,3
<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>3,2</b>	<b>5,4</b>	<b>6,7</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 %	99,2 %	92,3 %	89,9 %
Umsatz je Mitarbeiter	195.060	189.544	197.338	188.934	152.492	169.492	173.710
EBITDA je Mitarbeiter	34.368	32.152	37.647	25.830	-9.707	13.051	17.470
EBIT-Marge	15,4 %	14,5 %	16,5 %	11,6 %	-8,8 %	5,8 %	8,2 %
EBITDA / Operating Assets	38,5 %	36,0 %	41,1 %	30,9 %	-13,7 %	18,3 %	25,9 %
ROA	20,0 %	24,9 %	56,4 %	28,5 %	-26,1 %	13,0 %	19,0 %
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Plant Turnover	6,9	6,3	6,9	8,1	6,9	7,6	8,2
Operating Assets Turnover	2,2	2,1	2,2	2,3	2,1	2,4	2,6
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 %	-11,6 %	9,0 %	13,0 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	13,9 %	13,1 %	16,0 %	19,4 %	-8,4 %	12,0 %	16,0 %
ROE	9,6 %	10,3 %	10,4 %	13,9 %	-15,8 %	7,4 %	10,2 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	10,0 %	10,3 %	10,7 %	14,5 %	-14,3 %	7,6 %	10,5 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	10,4 %	10,2 %	11,3 %	15,1 %	-13,9 %	8,4 %	11,6 %
ROIC	8,9 %	8,9 %	9,9 %	12,1 %	-12,4 %	6,6 %	9,3 %
<b>Solvanz</b>							
Nettoverschuldung	-7,6	-9,6	-17,0	-7,5	-1,8	-4,0	-5,3
Net Gearing	-27,9 %	-35,5 %	-58,6 %	-23,9 %	-7,0 %	-14,4 %	-17,8 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	3293,5 %	3334,5 %	3582,8 %	2236,0 %	1844,0 %	1968,5 %	2091,4 %
Current ratio	10,8	13,6	10,9	2,7	2,5	2,6	2,8
Acid Test Ratio	3,4	3,8	5,1	1,4	1,0	1,1	1,3
EBITDA / Zinsaufwand	n.a.	42,3	56,9	25,1	0,0	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	-3,5	2,6	3,2
Free Cash Flow / Umsatz	-0,6 %	4,9 %	7,0 %	3,1 %	-7,8 %	5,3 %	5,9 %
Adj. Free Cash Flow	3,9	3,4	4,3	5,9	-3,7	2,9	4,3
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	9,6 %	8,5 %	9,9 %	9,1 %	-8,0 %	5,9 %	6,2 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-5,0 %	41,3 %	60,9 %	34,6 %	86,0 %	129,3 %	104,9 %
Zinserträge / Avg. Cash	7,6 %	7,5 %	5,1 %	4,1 %	0,0 %	4,6 %	3,3 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	0,0 %	11,6 %	10,9 %	24,0 %	9,2 %	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 %	3,2 %	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 %	135,4 %	105,3 %	105,3 %
Avg. Working Capital / Umsatz	29,8 %	30,7 %	30,1 %	24,5 %	33,3 %	29,0 %	26,7 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	429,5 %	442,3 %	582,2 %	191,5 %	216,2 %	200,0 %	190,9 %
Inventory processing period (Tage)	73,6	70,2	66,0	82,7	86,9	79,3	73,0
Receivables collection period (Tage)	56,9	60,8	64,9	77,8	65,0	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	118	106	96,5
<b>Bewertung</b>							
P/B	1,0	1,0	0,9	0,8	1,0	0,9	0,9
EV/sales	0,9	0,9	0,8	0,4	0,6	0,5	0,4
EV/EBITDA	5,3	5,3	4,2	3,2	-9,4	6,4	4,3
EV/EBIT	6,0	6,2	4,9	3,8	-6,8	8,5	5,3
EV/FCF	-164,9	18,4	11,6	14,1	-7,7	9,3	7,4
P/E	9,5	8,8	8,2	5,7	-6,0	12,2	8,2
P/CF	10,1	8,6	7,5	4,4	neg.	7,2	6,5

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	-4,1	2,0	3,0	
+ Abschreibung + Amortisation	0,5	0,6	0,7	1,0	1,1	1,0	1,0	
- Zinsergebnis (netto)	0,6	0,6	0,6	0,3	-0,1	0,2	0,2	
+ Steuern	1,4	1,3	1,8	1,3	-0,1	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>-3,7</b>	<b>2,9</b>	<b>4,3</b>	
Adjustierter Free Cash Flow Yield	18,4%	16,2%	20,4%	27,5%	-13,6%	11,9%	18,4%	
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
<b>= Enterprise Value</b>	<b>21,3</b>	<b>21,3</b>	<b>21,3</b>	<b>21,3</b>	<b>27,0</b>	<b>24,7</b>	<b>23,4</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	-1,8	-4,0	-5,2	
- 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>31,0</b>	<b>45,9</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>5,62</b>	<b>8,33</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %	68,1%	50,2%	84,3%	142,4%	-	18,3%	75,3%	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	13,0%	6,35	5,69	6,94	9,06	-	4,38	6,52
	12,0%	6,80	6,09	7,44	9,74	-	4,73	7,02
Fairer	11,0%	7,34	6,57	8,04	10,55	-	5,13	7,62
Free Cash Flow	<b>10,0%</b>	<b>7,99</b>	<b>7,13</b>	<b>8,75</b>	<b>11,51</b>	-	<b>5,62</b>	<b>8,33</b>
Yield	9,0%	8,77	7,83	9,63	12,69	-	6,21	9,20
	8,0%	9,76	8,70	10,72	14,17	-	6,96	10,28
	7,0%	11,03	9,81	12,12	16,07	-	7,91	11,68

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	58,2	61,1	63,5	66,0	68,7	71,4	73,6	75,8	77,3	78,5	79,6
Veränderung	-7,7%	11,1%	7,7%	8,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	2,0%	1,5%	1,5%
EBIT	-3,9	2,9	4,4	5,2	5,5	5,7	5,9	6,2	6,4	6,6	6,8	7,0	7,1	7,2
EBIT-Marge	-8,8%	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	2,0%	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	-3,9	2,1	3,2	3,7	4,0	4,1	4,3	4,5	4,6	4,8	4,9	5,0	5,1	5,2
Abschreibungen	1,1	1,0	1,0	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6
in % vom Umsatz	2,4%	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	1,0	0,0	0,2	-1,1	-1,1	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,4	-0,3	-0,3
- Investitionen	-1,5	-1,0	-1,1	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5	-1,6	-1,6
Investitionsquote	3,2%	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	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-3,3	1,9	3,0	0,5	2,6	3,2	3,3	3,4	3,6	3,8	4,0	4,2	4,4	4,5

**Modellparameter**

Fremdkapitalquote	0,00%	Beta	1,20
Fremdkapitalzins	n.a.	WACC	10,30%
Marktrendite	9,25%		
Risikofreie Rendite	4,00%	Ewiges Wachstum	1,50%

**Wertermittlung (Mio. EUR)**

Barwerte bis 2022	17,6		
Terminal Value	14,5		
Verbindlichkeiten	-4,7		
Liquide Mittel	8,9	Aktienzahl (Mio.)	5,51
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>36,4</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>6,61</b>

**Sensitivität Wert je Aktie (EUR)**

**Ewiges Wachstum**

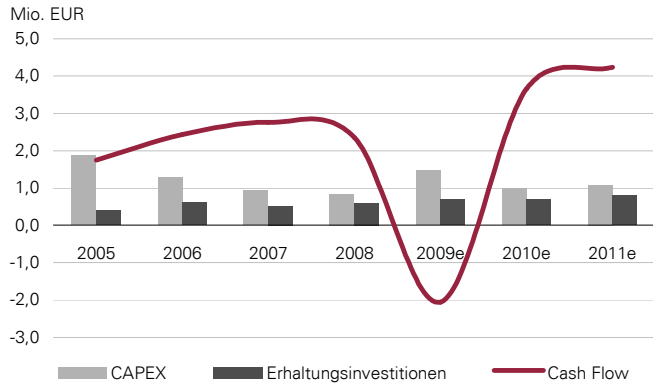
WACC	0,75%	1,00%	1,25%	<b>1,50%</b>	1,75%	2,00%	2,25%
11,30%	5,72	5,76	5,81	5,87	5,92	5,98	6,04
10,80%	6,04	6,10	6,16	6,22	6,28	6,35	6,42
10,55%	6,22	6,28	6,34	6,41	6,48	6,55	6,63
<b>10,30%</b>	6,40	6,47	6,54	<b>6,61</b>	6,69	6,77	6,86
10,05%	6,60	6,67	6,74	6,82	6,91	7,00	7,09
9,80%	6,81	6,88	6,96	7,05	7,14	7,24	7,35
9,30%	7,26	7,35	7,45	7,55	7,66	7,78	7,91

**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
11,30%	4,48	4,94	5,41	5,87	6,33	6,79	7,25
10,80%	4,76	5,25	5,73	6,22	6,70	7,19	7,67
10,55%	4,92	5,41	5,91	6,41	6,91	7,40	7,90
<b>10,30%</b>	5,08	5,59	6,10	<b>6,61</b>	7,12	7,63	8,14
10,05%	5,25	5,77	6,30	6,82	7,35	7,87	8,40
9,80%	5,43	5,97	6,51	7,05	7,59	8,13	8,67
9,30%	5,83	6,40	6,98	7,55	8,12	8,70	9,27

Quelle: SES Research

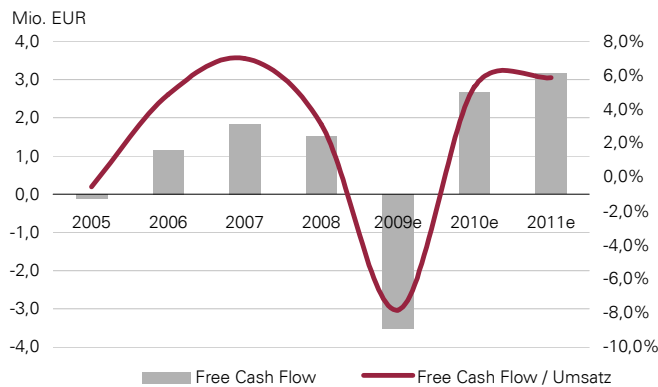
**Investitionen und Cash Flow - Dr. Hönle**



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

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

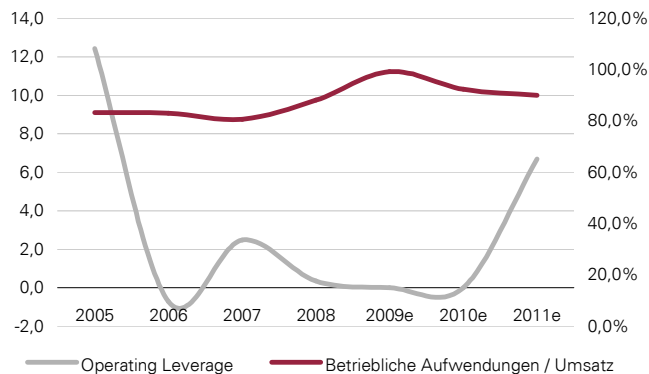
**Free Cash Flow Generation - Dr. Hönle**



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

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

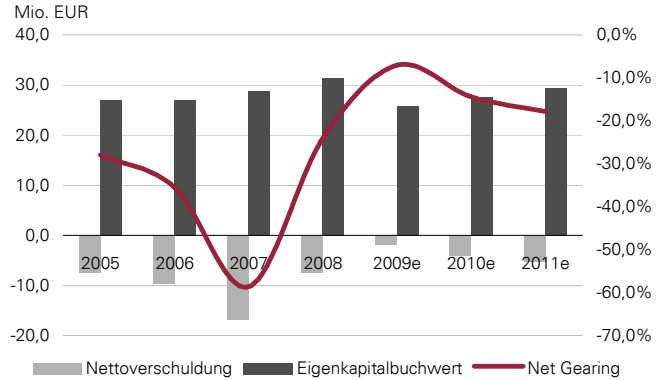
**Operating Leverage - Dr. Hönle**



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

- Umsatzrückgang führt zu höheren Kostenquoten in 08/09

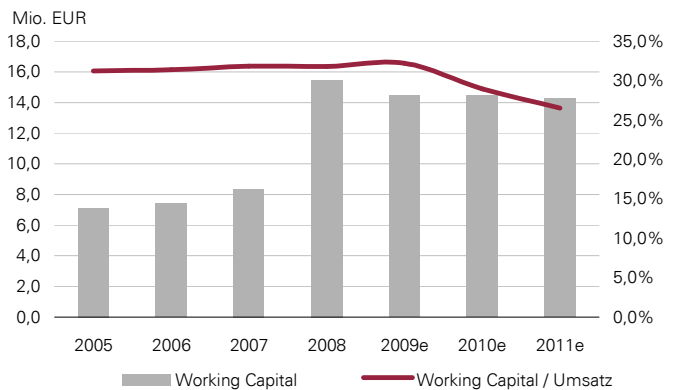
**Bilanzqualität - Dr. Hönle**



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

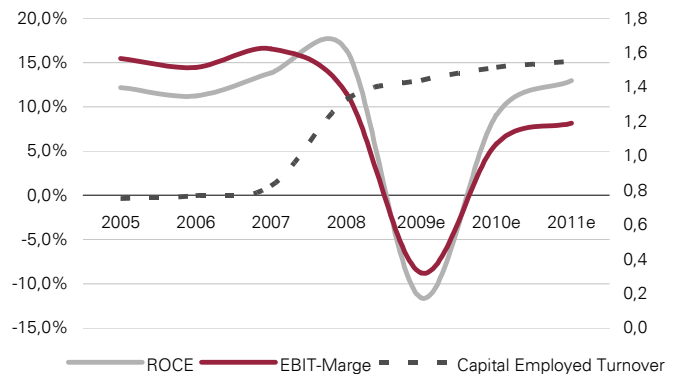
**Working Capital - Dr. Hönle**



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 Einspeicherung 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.

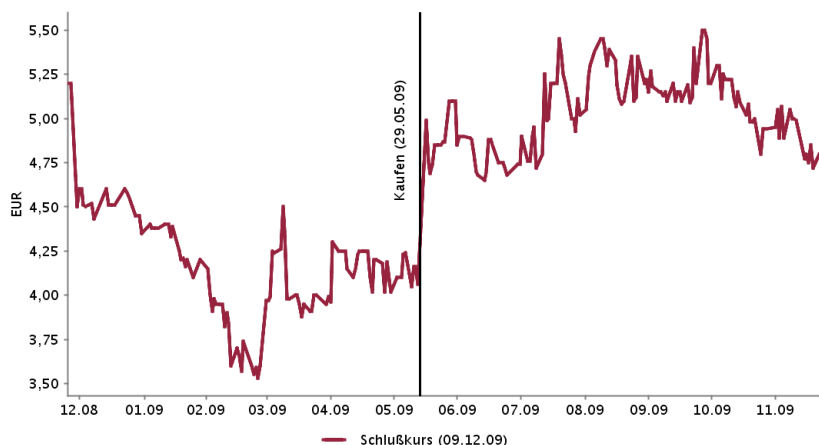
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	110	54%
Halten	62	30%
Verkaufen	17	8%
Empf. ausgesetzt	15	7%
<b>Gesamt</b>	<b>204</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	80	61%
Halten	37	28%
Verkaufen	5	4%
Empf. ausgesetzt	10	8%
<b>Gesamt</b>	<b>132</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
Dr. Hönle AG am 10.12.09**



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		

## 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>Dirk Rosenfelder</b> Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2692 drosenfelder@mmwarburg.com
<b>Oliver Merckel</b> Head of Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2634 omerckel@mmwarburg.com	<b>Christian Alisch</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2667 calisch@mmwarburg.com
<b>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2668 tstruve@mmwarburg.com	<b>Matthias Fritsch</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2696 mfritsch@mmwarburg.com
<b>Gudrun Bolsen</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2679 gbolsen@mmwarburg.com	<b>Benjamin Kassen</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2630 bkassen@mmwarburg.com
<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2701 bquast@mmwarburg.com	<b>Michael Kriszun</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2695 mkriszun@mmwarburg.com
<b>Patrick Schepelmann</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2700 pschepelmann@mmwarburg.com	<b>Felix Schulte</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2666 fschulte@mmwarburg.com
<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2658 jtreptow@mmwarburg.com	<b>Marco Schumann</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2665 mschumann@mmwarburg.com
<b>Andrea Carstensen</b> Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2632 acarstensen@mmwarburg.com	<b>Philipp Stumpfegger</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2635 pstumpfegger@mmwarburg.com
<b>Wiebke Möller</b> Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2703 wmoeller@mmwarburg.com	<b>Andreas Wessel</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2663 awessel@mmwarburg.com
<b>Katharina Bruns</b> Roadshow / Marketing	+49 (0)40-3282 - 2694 kbruns@mmwarburg.com		