

Kaufen (alt: Kaufen)

Kursziel EUR 8,70 (alt: 7,00)

Kurs EUR 6,25
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: 26.05.2010 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 34,5 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 33,6 Mio.
Buchwert: EUR 27,9 Mio.
Aktienanzahl: 5,5 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 41,7 Tsd.

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

Termine:
Zahlen Q3 27.08.10

Änderung	2009/10e		2010/11e		2011/12e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	49,0	5,1	53,9	3,2	59,5	-
EBIT	3,1	45,7	4,4	23,4	6,8	-
EPS	0,40	47,5	0,59	22,0	0,92	-

Analyse: SES Research
Publikationsdatum: 27.05.2010
Analyst: Malte Schaumann
+49 (0)40-309537-170
schaumann@ses.de

Anhebung Prognosen und Kursziel - Weiter Kaufen

Thema: Dr. Höhle hat Q2-Zahlen berichtet, die die Erwartungen im Wesentlichen erreichen.

Dr. Höhle - Q2 2010

Angaben in Mio. EUR	Q2/10	Q2/10e	Q2/09	yoy	6M/10	6M/09	yoy
Umsatz	12,7	12,4	9,8	29,0%	25,1	22,6	11,0%
EBIT	0,9	0,8	-1,6	-	2,1	-2,2	-
Marge	6,9%	6,5%	-16,2%	-	8,4%	-9,7%	-
EPS in EUR	0,08	0,11	-0,21	-	0,23	-0,33	-

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

Gegenüber dem schwächsten Quartal des letzten Geschäftsjahres (1. Kalenderquartal 2009) konnte Dr. Höhle mit einer deutlich anziehenden Nachfrage ein Umsatzwachstum von knapp 30% erreichen. Die Integration und Restrukturierung der in 2008 übernommenen Unternehmen (Panacol, PrintConcept und insbes. Eltosch) ermöglichen Dr. Höhle einen deutlichen Turnaround der Ergebniskennziffern. Dies zeigt sich quer durch alle Aufwandspositionen. Insbesondere konnte im ersten Halbjahr bereits wieder ein Rohmargeniveau von mehr als 60% erreicht werden, nachdem sich dieses auf ca. 53% im vergangenen Geschäftsjahr belief.

Der **Ausblick** wurde vom Unternehmen unverändert beibehalten. Erwartet werden Erlöse in Höhe von EUR 47 – 50 Mio. und ein EBIT von EUR 3 – 4 Mio.

Anhebung der Prognosen: Nachdem Dr. Höhle bereits nach dem 2. Quartal mehr als 65% der EBIT-Prognose des Gesamtjahres erreichen konnte, werden die Schätzungen erhöht. Mit weiter ansteigenden Erlösen im laufenden 3. Quartal dürfte Dr. Höhle das obere Ende der Umsatzguidance überschreiten. In der Folge dürfte Dr. Höhle ebenfalls das obere Ende der angestrebten EBIT-Spanne übertreffen und im laufenden Geschäftsjahr einen Turnaround der EBIT-Marge von -9% in 2008/09 auf +9% erzielen. Bereits in 2009/10 wird ein **noch steigender ROCE von 14%** erzielt.

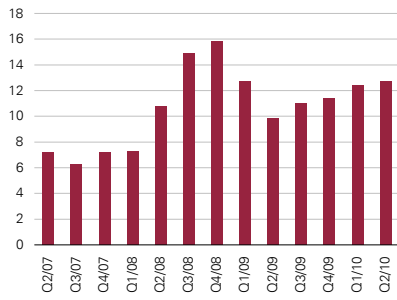
Wesentliche **Wachstumstreiber** sind eine Erholung der Nachfrage im klassischen Bogenoffsetdruck und im Digitaldruck. Hinzu kommen die verstärkten Vertriebsaktivitäten in Asien, insbesondere im Klebstoffgeschäft. Auf Basis einer vollkonsolidierten Betrachtung lag das Vorkrisen-Umsatzniveau der Höhle-Gruppe bei ca. EUR 65 Mio., was die Potenziale des Unternehmens verdeutlicht. Eine Rückkehr auf dieses Niveau wird derzeit kurzfristig allerdings noch nicht antizipiert.

Der Newsflow dürfte positiv bleiben. Für das laufende 3. Quartal hat Dr. Höhle ein weiter steigendes Umsatz- und Ertragsniveau in Aussicht gestellt.

Das **Kursziel** auf Basis eines DCF-Modells wird **auf EUR 8,70** (von EUR 7,00) **erhöht** und bietet hiermit **Aufwärtspotenzial von gut 35%**. Nachdem das Unternehmen bereits im kommenden Geschäftsjahr in Reichweite einer zweistelligen EBIT-Marge kommen dürfte, wird die nachhaltig unterstellte EBIT-Marge um 1PP auf 10% erhöht. Ein **KGV von knapp 11** indiziert **bei einem bis 2012 über 20% liegenden Ergebniswachstum** ebenfalls eine attraktive Bewertung. Das **Rating** lautet **unverändert Kaufen**.

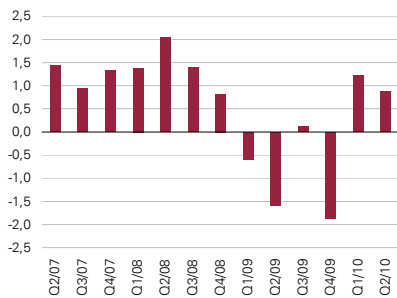
Geschäftsjahresende: 30.9. in EUR Mio	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e	2011/12e
Umsatz	23,7	26,2	48,7	45,0	51,5	55,6	59,5
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	3,8 %	10,8 %	85,7 %	-7,7 %	14,5 %	7,9 %	7,1 %
Rohertrag	15,4	17,4	27,6	23,7	30,9	33,1	35,4
<i>Rohertragsmarge</i>	65,2 %	66,2 %	56,6 %	52,6 %	60,0 %	59,5 %	59,5 %
EBITDA	4,0	5,0	6,7	-2,8	5,6	6,6	7,9
<i>EBITDA-Marge</i>	17,0 %	19,1 %	13,7 %	-6,2 %	11,0 %	11,9 %	13,3 %
EBIT	3,4	4,3	5,6	-3,9	4,5	5,5	6,8
<i>EBIT-Marge</i>	14,5 %	16,5 %	11,6 %	-8,8 %	8,8 %	9,9 %	11,4 %
Jahresüberschuss	2,8	3,0	4,4	-4,2	3,1	3,8	4,7
EPS	0,54	0,58	0,84	-0,80	0,59	0,72	0,92
Free Cash Flow je Aktie	0,22	0,35	0,29	-0,83	0,35	0,53	0,82
Dividende	0,30	0,40	0,25	0,00	0,20	0,30	0,35
<i>Dividendenrendite</i>	4,8 %	6,4 %	4,0 %	n.a.	3,2 %	4,8 %	5,6 %
EV/Umsatz	1,5	1,3	0,7	0,8	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA	8,8	7,1	5,3	n.m.	6,0	4,9	3,7
EV/EBIT	10,3	8,1	6,3	n.m.	7,4	5,9	4,4
KGV	11,6	10,8	7,4	n.m.	10,6	8,7	6,8
ROCE	11,2 %	13,9 %	16,4 %	-11,6 %	13,9 %	15,6 %	17,9 %
Adj. Free Cash Flow Yield	9,7 %	12,3 %	16,6 %	n.a.	13,9 %	16,7 %	22,7 %

Entwicklung Umsatz
in EUR Mio.



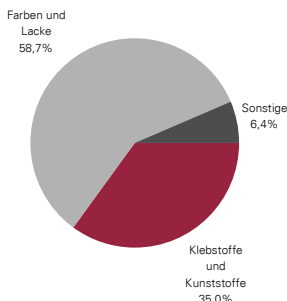
Quelle: Dr. Hönle

Entwicklung EBIT
in EUR Mio.



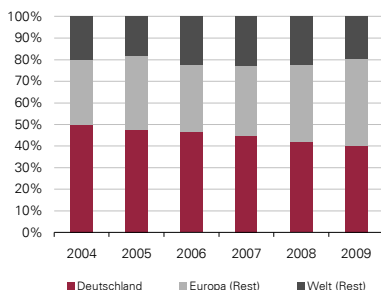
Quelle: Dr. Hönle

Umsatz nach Geschäftsbereichen
2009



Quelle: Dr. Hönle

Umsatz nach Regionen
2004-2009



Quelle: Dr. Hönle

Unternehmenshintergrund

Trotz eines Umsatzes von lediglich rund EUR 50 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. 250 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 5-10% der Materialkosten. 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.							
	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e	2011/12e
Umsatz	23,7	26,2	48,7	45,0	51,5	55,6	59,5
Bestandsveränderungen	0,0	-0,1	0,8	-1,4	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	23,7	26,2	49,6	43,6	51,5	55,6	59,5
Materialaufwand	8,2	8,8	22,0	19,9	20,6	22,5	24,1
Rohertrag	15,4	17,4	27,6	23,7	30,9	33,1	35,4
Personalaufwendungen	7,2	7,6	13,9	16,3	16,2	16,9	17,6
Sonstige betriebliche Erträge	0,6	0,5	1,7	2,1	0,7	0,6	0,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	4,7	5,3	8,7	12,2	9,7	10,1	10,4
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	4,0	5,0	6,7	-2,8	5,6	6,6	7,9
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,5	0,5	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9
EBITA	3,5	4,5	6,0	-3,6	4,7	5,7	7,0
Abschreibungen auf iAV	0,1	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	3,4	4,3	5,6	-3,9	4,5	5,5	6,8
Zinserträge	0,7	0,7	0,5	0,1	0,1	0,2	0,2
Zinsaufwendungen	0,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0
Finanzergebnis	0,6	0,6	0,3	-0,1	0,0	0,2	0,2
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	4,0	5,0	5,9	-4,1	4,5	5,6	7,0
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	4,0	5,0	5,9	-4,1	4,5	5,6	7,0
Steuern gesamt	1,3	1,8	1,3	0,0	1,3	1,6	2,0
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	2,8	3,2	4,6	-4,1	3,2	4,1	5,0
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	2,8	3,2	4,6	-4,1	3,2	4,1	5,0
Minority interest	0,0	0,2	0,2	0,1	0,2	0,3	0,3
Jahresüberschuss	2,8	3,0	4,4	-4,2	3,1	3,8	4,7

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

Gewinn- und Verlustrechnung Dr. Hönle							
in % vom Umsatz							
	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e	2011/12e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Bestandsveränderungen	-0,1 %	-0,3 %	1,7 %	-3,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Aktivierete Eigenleistungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Gesamtleistung	99,9 %	99,7 %	101,7 %	96,9 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Materialaufwand	34,8 %	33,5 %	45,1 %	44,3 %	40,0 %	40,5 %	40,5 %
Rohertrag	65,2 %	66,2 %	56,6 %	52,6 %	60,0 %	59,5 %	59,5 %
Personalaufwendungen	30,6 %	28,9 %	28,6 %	36,2 %	31,5 %	30,5 %	29,5 %
Sonstige betriebliche Erträge	2,4 %	1,9 %	3,4 %	4,6 %	1,4 %	1,1 %	0,8 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	20,0 %	20,1 %	17,8 %	27,2 %	18,9 %	18,2 %	17,5 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	17,0 %	19,1 %	13,7 %	-6,2 %	11,0 %	11,9 %	13,3 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	2,0 %	1,9 %	1,5 %	1,9 %	1,8 %	1,6 %	1,5 %
EBITA	15,0 %	17,1 %	12,2 %	-8,1 %	9,2 %	10,3 %	11,8 %
Abschreibungen auf iAV	0,5 %	0,6 %	0,7 %	0,7 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	14,5 %	16,5 %	11,6 %	-8,8 %	8,8 %	9,9 %	11,4 %
Zinserträge	3,0 %	2,7 %	1,1 %	0,3 %	0,2 %	0,3 %	0,3 %
Zinsaufwendungen	0,4 %	0,3 %	0,6 %	0,6 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	2,6 %	2,4 %	0,6 %	-0,3 %	0,0 %	0,3 %	0,3 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	17,0 %	18,9 %	12,1 %	-9,1 %	8,8 %	10,2 %	11,8 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	17,0 %	18,9 %	12,1 %	-9,1 %	8,8 %	10,2 %	11,8 %
Steuern gesamt	5,4 %	6,9 %	2,8 %	0,0 %	2,5 %	2,8 %	3,3 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	11,6 %	12,1 %	9,4 %	-9,1 %	6,3 %	7,3 %	8,5 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	11,6 %	12,1 %	9,4 %	-9,1 %	6,3 %	7,3 %	8,5 %
Minority interest	-0,2 %	0,6 %	0,4 %	0,2 %	0,3 %	0,5 %	0,5 %
Jahresüberschuss	11,8 %	11,5 %	9,0 %	-9,3 %	5,9 %	6,8 %	8,0 %

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

Bilanz Dr. Hönle							
in EUR Mio.							
	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e	2011/12e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	1,0	1,2	9,0	8,8	8,8	8,9	8,9
davon übrige imm. VG	0,9	0,8	2,1	1,9	1,9	1,9	2,0
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,2	0,4	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9
Sachanlagen	3,7	3,8	6,0	6,2	6,2	6,3	6,4
Finanzanlagen	6,5	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Anlagevermögen	11,2	5,3	15,3	15,3	15,3	15,4	15,6
Vorräte	4,6	4,7	11,0	9,4	10,7	11,3	11,3
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3,9	4,7	10,4	7,7	8,5	9,0	9,6
Sonstige Vermögensgegenstände	2,1	2,0	2,9	3,0	2,2	2,2	2,2
Liquide Mittel	10,5	17,8	8,9	3,2	4,8	6,1	8,7
Umlaufvermögen	21,1	29,2	33,2	23,2	26,2	28,7	31,9
Bilanzsumme (Aktiva)	32,3	34,5	48,5	38,5	41,5	44,1	47,4
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	5,4	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Kapitalrücklage	16,7	16,8	16,9	16,4	16,4	16,4	16,4
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	3,1	5,8	8,9
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	4,5	6,0	8,1	2,8	2,8	2,8	2,7
Buchwert	26,7	28,3	30,6	24,8	27,9	30,5	33,5
Anteile Dritter	0,4	0,6	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
Eigenkapital	27,1	28,9	31,4	25,6	28,6	31,2	34,2
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,1	1,2	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Rückstellungen gesamt	2,8	2,1	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,8	0,8	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,9	0,8	5,4	2,6	2,8	3,0	3,3
Sonstige Verbindlichkeiten	0,6	1,9	6,4	5,0	4,9	4,6	4,6
Verbindlichkeiten	5,2	5,6	17,1	12,9	13,0	12,9	13,2
Bilanzsumme (Passiva)	32,3	34,5	48,5	38,5	41,5	44,1	47,4

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

Bilanz Dr. Hönle							
in % der Bilanzsumme							
	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e	2011/12e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	3,2 %	3,4 %	18,6 %	22,9 %	21,3 %	20,1 %	18,8 %
davon übrige imm. VG	2,8 %	2,3 %	4,3 %	4,9 %	4,6 %	4,4 %	4,2 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,5 %	1,1 %	14,3 %	18,0 %	16,7 %	15,7 %	14,6 %
Sachanlagen	11,6 %	11,1 %	12,5 %	16,1 %	14,9 %	14,2 %	13,6 %
Finanzanlagen	20,0 %	1,0 %	0,5 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,5 %
Anlagevermögen	34,8 %	15,5 %	31,6 %	39,7 %	36,8 %	34,9 %	32,8 %
Vorräte	14,1 %	13,8 %	22,8 %	24,4 %	25,8 %	25,6 %	23,8 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	12,2 %	13,5 %	21,4 %	19,9 %	20,5 %	20,4 %	20,3 %
Sonstige Vermögensgegenstände	6,6 %	5,8 %	5,9 %	7,9 %	5,4 %	5,1 %	4,7 %
Liquide Mittel	32,4 %	51,5 %	18,4 %	8,2 %	11,5 %	13,9 %	18,4 %
Umlaufvermögen	65,3 %	84,6 %	68,5 %	60,4 %	63,2 %	65,0 %	67,3 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	16,8 %	16,0 %	11,4 %	14,3 %	13,3 %	12,5 %	11,6 %
Kapitalrücklage	51,8 %	48,6 %	34,9 %	42,7 %	39,6 %	37,3 %	34,7 %
Gewinnrücklagen	0,2 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	7,5 %	13,1 %	18,7 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	14,0 %	17,4 %	16,7 %	7,4 %	6,8 %	6,4 %	5,8 %
Buchwert	82,7 %	82,1 %	63,1 %	64,5 %	67,2 %	69,2 %	70,7 %
Anteile Dritter	1,3 %	1,7 %	1,7 %	2,1 %	1,7 %	1,6 %	1,5 %
Eigenkapital	84,0 %	83,8 %	64,8 %	66,6 %	68,9 %	70,8 %	72,2 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	3,5 %	3,5 %	3,6 %	4,7 %	4,3 %	4,1 %	3,8 %
Rückstellungen gesamt	8,8 %	6,2 %	8,1 %	10,1 %	9,4 %	8,8 %	8,2 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	2,5 %	2,3 %	2,9 %	3,7 %	3,4 %	3,2 %	3,0 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,8 %	2,3 %	11,2 %	6,7 %	6,8 %	6,8 %	7,0 %
Sonstige Verbindlichkeiten	2,0 %	5,4 %	13,1 %	13,1 %	11,7 %	10,3 %	9,6 %
Verbindlichkeiten	16,1 %	16,3 %	35,2 %	33,5 %	31,2 %	29,1 %	27,7 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

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

Kapitalflussrechnung Dr. Hönle

in EUR Mio.

	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e	2011/12e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	2,9	3,2	4,4	-4,2	3,1	3,8	4,7
Abschreibung Anlagevermögen	0,5	0,5	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,3	0,2	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,7	-0,6	0,1	-1,6	0,7	0,0	0,0
Cash Flow	3,1	3,5	6,0	-4,6	4,8	4,9	5,9
Veränderung Vorräte	0,0	-0,3	-6,3	1,6	-1,3	-0,6	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,4	-0,7	-5,7	2,7	-0,8	-0,5	-0,6
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	0,0	4,9	-2,7	0,2	0,2	0,3
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-0,3	0,3	3,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-0,6	-0,7	-3,6	1,6	-1,9	-0,9	-0,3
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	2,4	2,8	2,4	-2,9	2,9	4,0	5,6
CAPEX	-1,3	-0,9	-0,8	-1,4	-1,1	-1,2	-1,3
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	-7,3	-0,1	-0,2	-0,3	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	3,6	7,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	2,3	6,2	-8,1	-1,5	-1,3	-1,5	-1,3
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	-0,2	-1,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-1,6	-1,5	-2,2	-1,3	0,0	-1,1	-1,7
Erwerb eigener Aktien	-1,2	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-2,7	-1,7	-3,5	-1,5	0,0	-1,1	-1,7
Veränderung liquide Mittel	2,1	7,3	-9,2	-5,9	1,6	1,3	2,6
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	10,5	17,8	8,8	3,2	4,8	6,1	8,7

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

Kennzahlen Dr. Hönle

	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10e	2010/11e	2011/12e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	83,0 %	80,6 %	88,0 %	103,0 %	89,0 %	88,1 %	86,7 %
Umsatz je Mitarbeiter	189.544	197.338	188.934	162.986	201.172	209.623	216.427
EBITDA je Mitarbeiter	32.152	37.647	25.830	-10.073	22.047	24.903	28.872
EBIT-Marge	14,5 %	16,5 %	11,6 %	-8,8 %	8,8 %	9,9 %	11,4 %
EBITDA / Operating Assets	36,0 %	41,1 %	30,9 %	-13,8 %	25,7 %	28,7 %	33,9 %
ROA	24,9 %	56,4 %	28,5 %	-27,3 %	20,0 %	24,4 %	30,5 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	6,3	6,9	8,1	7,2	8,3	8,8	9,3
Operating Assets Turnover	2,1	2,2	2,3	2,2	2,3	2,4	2,5
Capital Employed Turnover	0,8	0,8	1,3	1,5	1,5	1,5	1,5
Kapitalverzinsung							
ROCE	11,2 %	13,9 %	16,4 %	-11,6 %	13,9 %	15,6 %	17,9 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	13,1 %	16,0 %	19,4 %	-8,2 %	17,4 %	18,7 %	20,9 %
ROE	10,3 %	10,4 %	13,9 %	-16,3 %	10,7 %	12,0 %	13,9 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	10,3 %	10,7 %	14,5 %	-14,6 %	11,3 %	12,6 %	14,5 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	10,2 %	11,3 %	15,1 %	-14,3 %	11,9 %	13,6 %	15,4 %
ROIC	8,9 %	9,9 %	12,1 %	-12,8 %	9,3 %	10,8 %	12,5 %
Solvenz							
Nettoverschuldung	-9,6	-17,0	-7,5	-1,8	-3,4	-4,7	-7,3
Net Gearing	-35,5 %	-58,6 %	-23,9 %	-6,8 %	-11,8 %	-15,1 %	-21,4 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	3334,5 %	3582,8 %	2236,0 %	1813,4 %	2022,6 %	2210,6 %	2422,4 %
Current ratio	13,6	10,9	2,7	2,8	3,1	3,5	3,7
Acid Test Ratio	3,8	5,1	1,4	1,1	1,3	1,4	1,7
EBITDA / Zinsaufwand	42,3	56,9	25,1	0,0	94,1	n.a.	n.a.
Netto Zinsdeckung	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	1,2	1,8	1,5	-4,3	1,8	2,7	4,3
Free Cash Flow / Umsatz	4,9 %	7,0 %	3,1 %	-9,6 %	3,5 %	4,9 %	7,2 %
Adj. Free Cash Flow	3,4	4,3	5,9	-3,7	4,7	5,4	6,7
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	8,5 %	9,9 %	9,1 %	-8,5 %	8,0 %	7,4 %	8,5 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	41,3 %	60,9 %	34,6 %	103,6 %	58,7 %	73,1 %	89,9 %
Zinserträge / Avg. Cash	7,5 %	5,1 %	4,1 %	1,9 %	2,0 %	2,8 %	2,7 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	11,6 %	10,9 %	24,0 %	17,5 %	4,2 %	0,0 %	0,0 %
Ausschüttungsquote	56,8 %	65,4 %	28,4 %	0,0 %	32,1 %	38,3 %	36,0 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	5,4 %	3,5 %	1,7 %	3,0 %	2,2 %	2,2 %	2,2 %
Maint. Capex / Umsatz	2,6 %	2,0 %	1,2 %	1,8 %	1,6 %	1,6 %	1,5 %
CAPEX / Abschreibungen	216,2 %	138,5 %	81,6 %	118,1 %	100,0 %	110,0 %	115,8 %
Avg. Working Capital / Umsatz	30,7 %	30,1 %	24,5 %	32,6 %	28,8 %	29,2 %	28,3 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	442,3 %	582,2 %	191,5 %	297,8 %	303,6 %	300,0 %	290,9 %
Inventory processing period (Tage)	70,2	66,0	82,7	76,2	76,0	74,5	69,5
Receivables collection period (Tage)	60,8	64,9	77,8	62,3	60,0	59,0	59,0
Payables payment period (Tage)	13,7	11,2	40,6	20,9	20,0	20,0	20,0
Cash conversion cycle (Tage)	115	116	116	113	112	109	105
Bewertung							
Dividendenrendite	4,8 %	6,4 %	4,0 %	n.a.	3,2 %	4,8 %	5,6 %
P/B	1,3	1,2	1,1	1,3	1,2	1,1	1,0
EV/sales	1,5	1,3	0,7	0,8	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA	8,8	7,1	5,3	n.m.	6,0	4,9	3,7
EV/EBIT	10,3	8,1	6,3	n.m.	7,4	5,9	4,4
EV/FCF	30,6	19,3	23,4	n.m.	18,7	11,7	6,9
P/E	11,6	10,8	7,4	n.m.	10,6	8,7	6,8
P/CF	11,3	9,9	5,8	neg.	7,1	7,1	5,9
Adj. Free Cash Flow Yield	8,7 %	9,9 %	17,0 %	n.a.	14,4 %	15,1 %	19,8 %

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

Free Cash Flow Yield - Dr. Hönle

Angaben in Mio. EUR	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Jahresüberschuss	2,8	3,0	4,4	-4,2	3,1	3,8	4,7
+ Abschreibung + Amortisation	0,6	0,7	1,0	1,2	1,1	1,1	1,1
- Zinsergebnis (netto)	0,6	0,6	0,3	-0,1	0,0	0,2	0,2
+ Steuern	1,3	1,8	1,3	0,0	1,3	1,6	2,0
- Erhaltungsinvestitionen	0,6	0,5	0,6	0,8	0,8	0,9	0,9
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Adjustierter Free Cash Flow	3,4	4,3	5,9	-3,7	4,7	5,4	6,7
Adjustierter Free Cash Flow Yield	9,7%	12,3%	16,6%	-10,4%	13,9%	16,7%	22,7%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Enterprise Value	35,3	35,3	35,3	35,3	33,6	32,2	29,6
= Fairer Enterprise Value	34,4	43,4	58,6	-	46,7	54,0	67,4
- Nettoverschuldung (Cash)	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-3,4	-4,7	-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	0,7	0,7	0,7
= Faire Marktkapitalisierung	33,6	42,5	57,7	-	47,6	56,2	72,2
Aktienanzahl (Mio.)	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	6,09	7,71	10,47	-	8,63	10,20	13,10
Premium (-) / Discount (+) in %	-2,6%	23,3%	67,5%	-	38,0%	63,1%	109,6%

Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	13,0%	4,65	5,89	8,01	-	6,67	7,94	10,28
	12,0%	5,05	6,40	8,70	-	7,22	8,56	11,06
Fairer	11,0%	5,52	6,99	9,50	-	7,86	9,31	11,99
Free Cash Flow	10,0%	6,09	7,71	10,47	-	8,63	10,20	13,10
Yield	9,0%	6,78	8,58	11,65	-	9,57	11,28	14,46
	8,0%	7,65	9,67	13,12	-	10,74	12,64	16,16
	7,0%	8,76	11,08	15,02	-	12,26	14,39	18,34

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

DCF Modell - Dr. Hönle

Angaben in Mio. EUR	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Umsatz	51,5	55,6	59,5	62,5	65,6	68,2	70,3	73,1	75,3	77,6	79,1	80,7	81,9	83,1
Veränderung	14,5%	7,9%	7,1%	5,0%	5,0%	4,0%	3,0%	4,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	1,5%	1,5%
EBIT	4,5	5,5	6,8	6,2	6,6	6,8	7,0	7,3	7,5	7,8	7,9	8,1	8,2	8,3
EBIT-Marge	8,8%	9,9%	11,4%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Steuerquote	28,7%	28,0%	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	3,2	4,0	4,9	4,5	4,7	4,9	5,1	5,3	5,4	5,6	5,7	5,8	5,9	6,0
Abschreibungen	1,1	1,1	1,1	1,2	1,3	1,4	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7
in % vom Umsatz	2,2%	2,0%	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	-1,9	-0,9	-0,3	-0,5	-0,9	-0,7	-0,6	-0,8	-0,6	-0,6	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3
- Investitionen	-1,1	-1,2	-1,3	-1,2	-1,3	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,7
Investitionsquote	2,2%	2,2%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Übriges	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4
Free Cash Flow (WACC-Modell)	1,1	2,6	4,1	3,7	3,6	3,9	4,2	4,2	4,5	4,6	4,9	5,0	5,2	5,3

Modellparameter

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

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2023	28,7		
Terminal Value	17,3		
Verbindlichkeiten	-3,7		
Liquide Mittel	5,3	Aktienzahl (Mio.)	5,51
Eigenkapitalwert	47,5	Wert je Aktie (EUR)	8,62

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

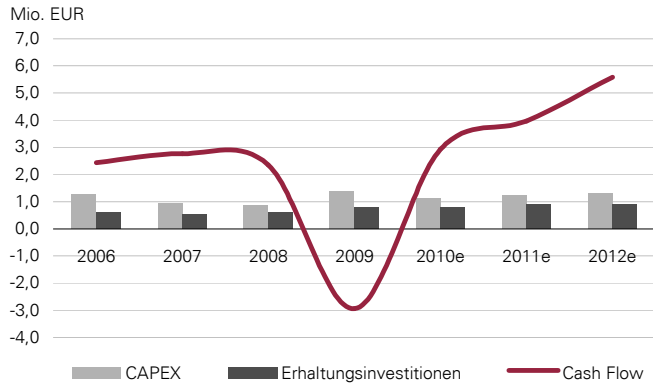
WACC	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%
11,00%	7,49	7,55	7,61	7,68	7,74	7,81	7,89
10,50%	7,91	7,97	8,05	8,12	8,20	8,28	8,37
10,25%	8,13	8,20	8,28	8,36	8,45	8,54	8,64
10,00%	8,37	8,45	8,53	8,62	8,72	8,82	8,92
9,75%	8,62	8,70	8,80	8,89	9,00	9,11	9,23
9,50%	8,88	8,98	9,08	9,18	9,30	9,42	9,55
9,00%	9,46	9,57	9,69	9,82	9,96	10,11	10,27

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,00%	6,30	6,76	7,22	7,68	8,13	8,59	9,05
10,50%	6,67	7,15	7,64	8,12	8,61	9,09	9,58
10,25%	6,87	7,37	7,86	8,36	8,86	9,36	9,86
10,00%	7,08	7,59	8,11	8,62	9,13	9,65	10,16
9,75%	7,30	7,83	8,36	8,89	9,42	9,95	10,48
9,50%	7,54	8,09	8,64	9,18	9,73	10,28	10,82
9,00%	8,07	8,66	9,24	9,82	10,41	10,99	11,57

Quelle: SES Research

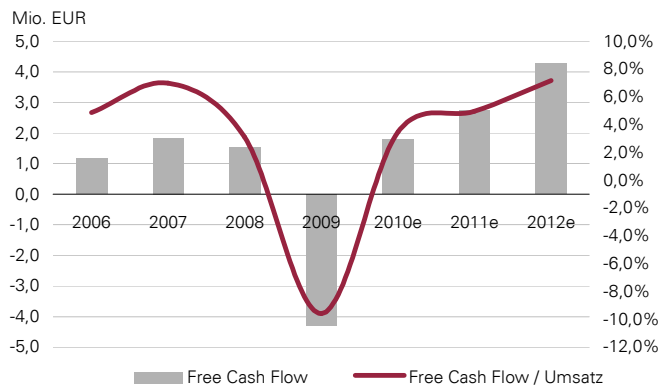
Investitionen und Cash Flow - Dr. Hönle



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

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

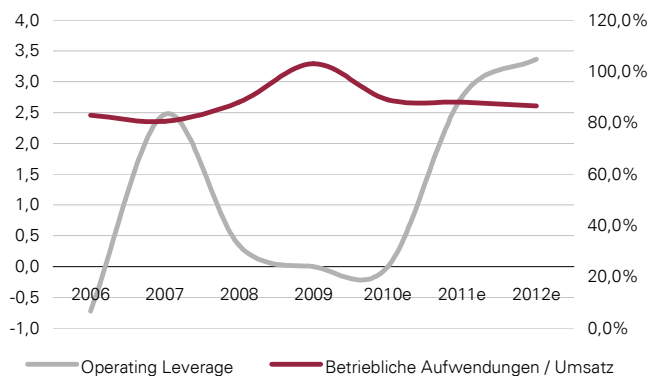
Free Cash Flow Generation - Dr. Hönle



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

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

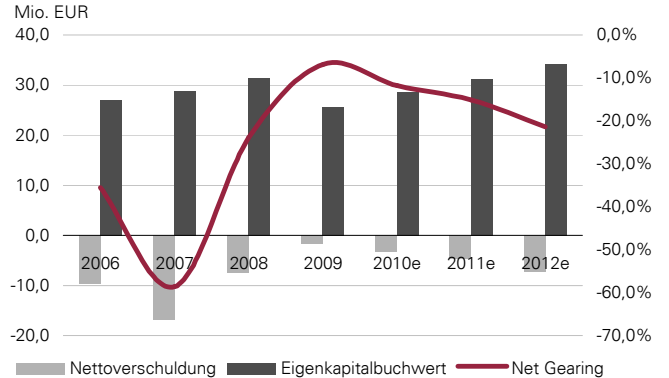
Operating Leverage - Dr. Hönle



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

- Umsatzrückgang führte zu höheren Kostenquoten in 08/09
- Erhöhte Rohmargen, Wegfall von Sonderaufwendungen und erhöhte Erlösbasis...
- ... induzieren erneuten Rückgang der Kostenquoten ab 09/10

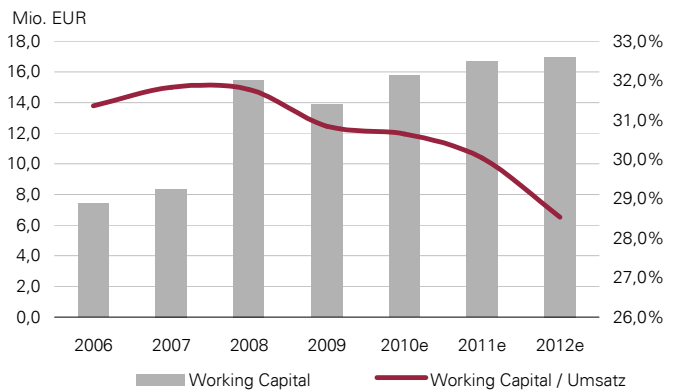
Bilanzqualität - Dr. Hönle



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

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

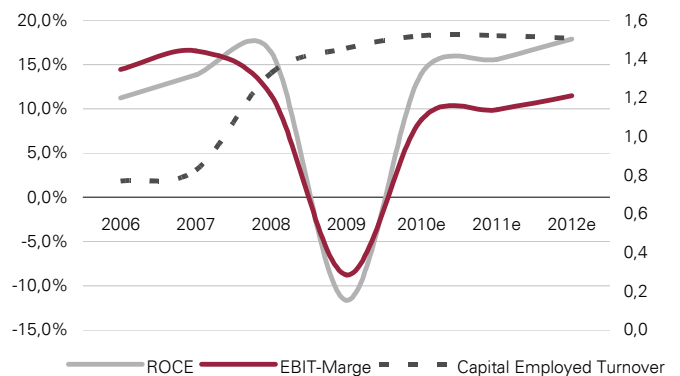
Working Capital - Dr. Hönle



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.

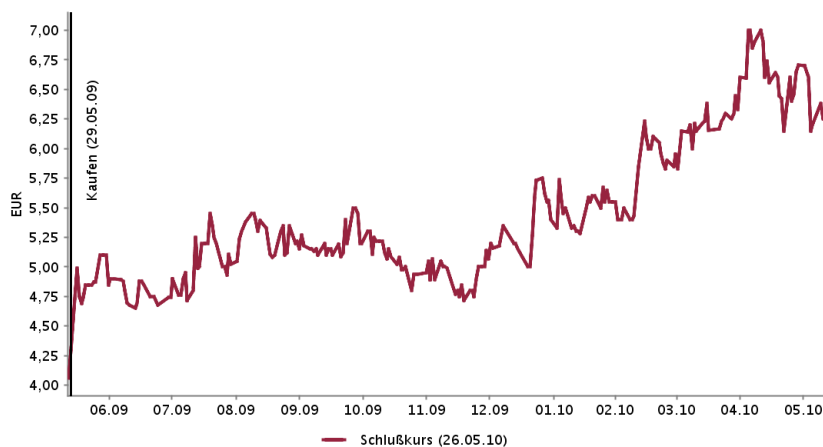
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	116	59%
Halten	53	27%
Verkaufen	9	5%
Empf. ausgesetzt	19	10%
Gesamt	197	

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	89	66%
Halten	34	25%
Verkaufen	2	1%
Empf. ausgesetzt	10	7%
Gesamt	135	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
Dr. Hönle AG am 27.05.10**



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

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

Barbara C. Effler Head of Equities	+49 (0)40-3282 - 2686 beffler@mmwarburg.com	Holger Nass Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2669 hnass@mmwarburg.com
Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2634 omerckel@mmwarburg.com	Christian Alisch Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2667 calisch@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2668 tstruve @mmwarburg.com	Matthias Fritsch Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2696 mfritsch@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2679 gbolsen@mmwarburg.com	Benjamin Kassen Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2630 bkassen@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2701 bquast@mmwarburg.com	Michael Kriszun Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2695 mkriszun@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2700 pschepelmann@mmwarburg.com	Dirk Rosenfelder Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2658 jtreptow@mmwarburg.com	Felix Schulte Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2666 fschulte@mmwarburg.com
Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2632 acarstensen@mmwarburg.com	Marco Schumann Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2665 mschumann@mmwarburg.com
Wibke Möller Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2703 wmoeller@mmwarburg.com	Philipp Stumpfegger Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2635 pstumpfegger@mmwarburg.com
Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 (0)40-3282 - 2694 kbruns@mmwarburg.com	Andreas Wessel Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2663 awessel@mmwarburg.com