

Kaufen (alt: Kaufen)**Kursziel EUR 13,00** (alt: 11,80)

Kurs	EUR 9,75
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: 24.02.2011 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung:	EUR 53,8 Mio.
Enterprise Value (EV):	EUR 52,9 Mio.
Buchwert:	EUR 32,3 Mio.
Aktienanzahl:	5,5 Mio.
Handelsvolumen Ø:	EUR 194 Tsd.

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:

HV	16.03.11
Zahlen Q2	27.05.11
Zahlen Q3	25.08.11

Änderung	2010/11e		2011/12e		2012/13e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	65,2	0	75,0	0	79,5	-
EBIT	7,3	5,8	9,3	0	10,3	-
EPS	0,91	6,6	1,19	0	1,32	-

Analyse: Warburg Research
 Publikationsdatum: 25.02.2011
 Analyst: Malte Schaumann +49 (0)40-309537-170
 mschaumann@warburg-research.com

Q1 Ergebnis über Erwartung - Kursziel erhöht**Dr. Hönle's Q1-Ergebnis übertraf die Erwartung deutlich:****Dr. Hönle - Q1 2011**

Angaben in Mio. EUR	Q1/11	Q1/11e	Q1/10	yoy	2011e	2010	yoy
Umsatz	14,5	14,1	12,4	17,2%	65,2	54,6	19,4%
EBIT	2,1	1,3	1,2	72,3%	7,3	5,5	31,1%
<i>Marge</i>	14,6%	9,2%	9,9%		11,2%	10,2%	
EPS in EUR	0,27	0,17	0,15	80,0%	0,91	0,89	2,2%

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

Dr. Hönle erreichte im 1. Quartal des laufenden Geschäftsjahres eine Umsatzsteigerung um 17%, was etwas über der Erwartung lag. Hierin sind noch keine Effekte aus der Akquisition der UV-Technik Speziallampen erhalten, diese wird ab dem 01. Januar 2011 vollständig konsolidiert (Effekt ca. EUR 1,5 Mio. pro Quartal).

Beeindruckend fiel die **Ergebnissteigerung um über 70% gegenüber Q1 2009/10** aus, womit die Prognose deutlich überschritten wurde. Ausschlaggebend hierfür ist neben der etwas besseren Umsatzentwicklung insbesondere ein geringerer Materialeinsatz, auch wenn dies nicht auf den ersten Blick ersichtlich ist. Dr. Hönle verwies auf einen während des Quartals aufgetretenen Brandschaden in einem Lager. Nicht näher bezifferte Versicherungsleistungen dürften einen wesentlichen Teil der sonstigen betrieblichen Erträge in Höhe von EUR 1,3 Mio. erklären. Allerdings dürfte in einem mit den Versicherungsleistungen vergleichbaren Umfang auch der Materialeinsatz erhöht worden sein. Dieser lag mit 43,5% vom Umsatz (inkl. Bestandsveränderungen) über dem erwarteten Wert (41,5%). **Grob geschätzt sollte ein rein operativer Materialaufwand daher unter 40% vom Umsatz gelegen haben und somit deutlich zu der guten Ergebnisentwicklung beigetragen haben.**

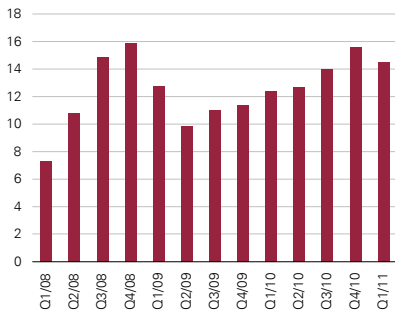
Der Ausblick für 2010/11 wurde vom Unternehmen unverändert beibehalten. Dr. Hönle erwartet das Erreichen eines EBIT in Höhe von EUR 7,5 Mio. bei einem Umsatz von EUR 65 Mio. Wesentlicher Treiber des starken Top-Line-Wachstums sind einerseits ein erwartetes organisches Wachstum in Höhe von ca. 10% sowie die Konsolidierung der akquirierten UV-Technik Speziallampen. Sollte sich im laufenden 2. Quartal eine mit Q1 vergleichbare Rohmargenentwicklung einstellen und sich dieser Trend im weiteren Jahresverlauf fortsetzen, **besteht Spielraum für ein Übertreffen der derzeitigen Unternehmensprognose und der WR-Schätzungen.** Letztere wurden aufgrund der guten Ergebnisentwicklung in Q1 zunächst leicht angehoben. Die Realisierung von Synergieeffekten aus der Integration der UV-Technik Speziallampen in die Dr.-Hönle-Gruppe kann für zusätzliches Ergebnispotenzial sorgen.

Mit einer Aktualisierung des DCF-Modells (Einarbeitung der im Januar für 2009/10 veröffentlichten Bilanz, Einführung Prognosen 2012/13) wird das **Kursziel auf EUR 13 erhöht.** Mit einem **EV/EBIT <6** für das im Oktober beginnende Geschäftsjahr 2011/12 ist Dr. Hönle weiterhin attraktiv bewertet mit einem **Kurspotenzial von ca. 30%.** Die hohe Unternehmensqualität wird durch ein **ROCE von mehr als 20%** verdeutlicht. Das **Rating** lautet somit unverändert **Kaufen.**

Geschäftsjahresende: 30.9.	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11e	2011/12e	2012/13e
<i>in EUR Mio</i>							
Umsatz	26,2	48,7	45,0	54,6	65,2	75,0	79,5
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	10,8 %	85,7 %	-7,7 %	21,4 %	19,4 %	15,0 %	6,0 %
Rohrertrag	17,4	27,6	23,7	32,2	37,9	43,9	46,5
<i>Rohrertragsmarge</i>	66,2 %	56,6 %	52,6 %	59,0 %	58,2 %	58,5 %	58,5 %
EBITDA	5,0	6,7	-2,8	6,7	9,0	10,7	11,7
<i>EBITDA-Marge</i>	19,1 %	13,7 %	-6,2 %	12,3 %	13,8 %	14,3 %	14,7 %
EBIT	4,3	5,6	-3,9	5,5	7,7	9,3	10,3
<i>EBIT-Marge</i>	16,5 %	11,6 %	-8,8 %	10,2 %	11,8 %	12,4 %	12,9 %
Jahresüberschuss	3,0	4,4	-4,2	4,6	5,0	6,2	6,8
EPS	0,58	0,84	-0,80	0,89	0,97	1,19	1,32
Free Cash Flow je Aktie	0,35	0,29	-0,83	0,73	0,32	1,05	1,08
Dividende	0,40	0,25	0,00	0,25	0,35	0,45	0,50
<i>Dividendenrendite</i>	4,1 %	2,6 %	n.a.	2,6 %	3,6 %	4,6 %	5,1 %
EV/Umsatz	1,9	1,0	1,1	0,9	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA	10,1	7,6	n.m.	7,5	5,9	4,6	4,0
EV/EBIT	11,7	9,0	n.m.	9,1	6,9	5,3	4,5
KGV	16,8	11,6	n.m.	11,0	10,1	8,2	7,4
ROCE	14,5 %	17,2 %	-12,4 %	17,8 %	21,7 %	23,5 %	23,4 %
Adj. Free Cash Flow Yield	8,6 %	11,6 %	n.a.	11,3 %	14,3 %	18,7 %	22,0 %

Entwicklung Umsatz

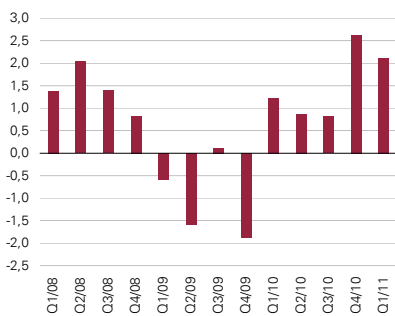
in EUR Mio.



Quelle: Dr. Hönle

Entwicklung EBIT

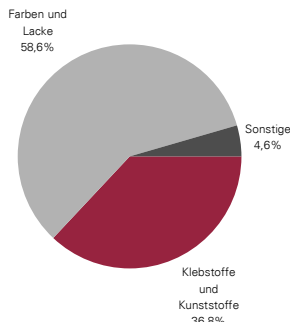
in EUR Mio.



Quelle: Dr. Hönle

Umsatz nach Geschäftsbereichen

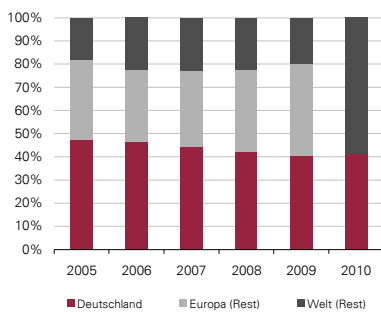
2010



Quelle: Dr. Hönle

Umsatz nach Regionen

2005-2010



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.

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11e	2011/12e	2012/13e
Umsatz	26,2	48,7	45,0	54,6	65,2	75,0	79,5
Bestandsveränderungen	-0,1	0,8	-1,4	0,2	-0,2	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	26,2	49,6	43,6	54,8	65,0	75,0	79,5
Materialaufwand	8,8	22,0	19,9	22,6	27,1	31,1	33,0
Rohertrag	17,4	27,6	23,7	32,2	37,9	43,9	46,5
Personalaufwendungen	7,6	13,9	16,3	16,9	18,9	20,8	21,9
Sonstige betriebliche Erträge	0,5	1,7	2,1	1,9	1,5	0,7	0,7
Sonstige betriebliche Aufwendungen	5,3	8,7	12,2	10,5	11,5	13,0	13,5
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	5,0	6,7	-2,8	6,7	9,0	10,7	11,7
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,5	0,7	0,8	0,8	1,0	1,1	1,1
EBITA	4,5	6,0	-3,6	5,9	8,0	9,6	10,6
Abschreibungen auf iAV	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	4,3	5,6	-3,9	5,5	7,7	9,3	10,3
Zinserträge	0,7	0,5	0,1	0,0	0,2	0,2	0,2
Zinsaufwendungen	0,1	0,3	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	0,6	0,3	-0,1	-0,2	0,2	0,2	0,2
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	5,0	5,9	-4,1	5,3	7,8	9,5	10,5
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	5,0	5,9	-4,1	5,3	7,8	9,5	10,5
Steuern gesamt	1,8	1,3	0,0	0,5	2,3	2,8	3,0
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	3,2	4,6	-4,1	4,8	5,6	6,8	7,4
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	3,2	4,6	-4,1	4,8	5,6	6,8	7,4
Minority interest	0,2	0,2	0,1	0,2	0,6	0,6	0,6
Jahresüberschuss	3,0	4,4	-4,2	4,6	5,0	6,2	6,8

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

Gewinn- und Verlustrechnung Dr. Hönle

in % vom Umsatz

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11e	2011/12e	2012/13e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Bestandsveränderungen	-0,3 %	1,7 %	-3,1 %	0,4 %	-0,3 %	0,0 %	0,0 %
Aktivierete Eigenleistungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Gesamtleistung	99,7 %	101,7 %	96,9 %	100,4 %	99,7 %	100,0 %	100,0 %
Materialaufwand	33,5 %	45,1 %	44,3 %	41,4 %	41,5 %	41,5 %	41,5 %
Rohertrag	66,2 %	56,6 %	52,6 %	59,0 %	58,2 %	58,5 %	58,5 %
Personalaufwendungen	28,9 %	28,6 %	36,2 %	30,9 %	29,0 %	27,8 %	27,6 %
Sonstige betriebliche Erträge	1,9 %	3,4 %	4,6 %	3,4 %	2,3 %	0,9 %	0,8 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	20,1 %	17,8 %	27,2 %	19,2 %	17,7 %	17,3 %	17,0 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	19,1 %	13,7 %	-6,2 %	12,3 %	13,8 %	14,3 %	14,7 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,9 %	1,5 %	1,9 %	1,5 %	1,6 %	1,5 %	1,4 %
EBITA	17,1 %	12,2 %	-8,1 %	10,8 %	12,2 %	12,8 %	13,3 %
Abschreibungen auf iAV	0,6 %	0,7 %	0,7 %	0,6 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	16,5 %	11,6 %	-8,8 %	10,2 %	11,8 %	12,4 %	12,9 %
Zinserträge	2,7 %	1,1 %	0,3 %	0,1 %	0,2 %	0,3 %	0,3 %
Zinsaufwendungen	0,3 %	0,6 %	0,6 %	0,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	2,4 %	0,6 %	-0,3 %	-0,4 %	0,2 %	0,3 %	0,3 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	18,9 %	12,1 %	-9,1 %	9,8 %	12,0 %	12,7 %	13,2 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	18,9 %	12,1 %	-9,1 %	9,8 %	12,0 %	12,7 %	13,2 %
Steuern gesamt	6,9 %	2,8 %	0,0 %	1,0 %	3,5 %	3,7 %	3,8 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	12,1 %	9,4 %	-9,1 %	8,8 %	8,5 %	9,0 %	9,4 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	12,1 %	9,4 %	-9,1 %	8,8 %	8,5 %	9,0 %	9,4 %
Minority interest	0,6 %	0,4 %	0,2 %	0,4 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %
Jahresüberschuss	11,5 %	9,0 %	-9,3 %	8,4 %	7,7 %	8,2 %	8,6 %

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

Bilanz Dr. Hönle

in EUR Mio.

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11e	2011/12e	2012/13e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	1,2	9,0	8,8	8,7	8,7	8,7	8,8
davon übrige imm. VG	0,8	2,1	1,9	1,7	1,8	1,8	1,8
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,4	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9
Sachanlagen	3,8	6,0	6,2	6,0	6,8	7,0	7,3
Finanzanlagen	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Anlagevermögen	5,3	15,3	15,3	14,9	15,8	16,0	16,3
Vorräte	4,7	11,0	9,4	10,9	13,5	14,3	15,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4,7	10,4	7,7	8,4	11,4	12,1	12,8
Sonstige Vermögensgegenstände	2,0	2,9	3,0	3,4	3,0	2,5	2,1
Liquide Mittel	17,8	8,9	3,2	6,7	6,0	9,5	12,6
Umlaufvermögen	29,2	33,2	23,2	29,5	33,9	38,4	42,6
Bilanzsumme (Aktiva)	34,5	48,5	38,5	44,4	49,6	54,4	58,9
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Kapitalrücklage	16,8	16,9	16,4	16,3	16,3	16,3	16,3
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	3,6	7,9	12,2
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	6,0	8,1	2,8	8,0	6,8	6,9	6,9
Buchwert	28,3	30,6	24,8	29,9	32,3	36,6	41,0
Anteile Dritter	0,6	0,8	0,8	0,9	1,4	1,4	1,4
Eigenkapital	28,9	31,4	25,6	30,8	33,7	38,0	42,4
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,2	1,8	1,8	1,9	1,8	1,8	1,8
Rückstellungen gesamt	2,1	3,9	3,9	4,2	3,6	3,6	3,6
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,8	1,4	1,4	0,9	1,9	1,9	1,9
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,8	5,4	2,6	2,7	3,2	3,7	3,9
Sonstige Verbindlichkeiten	1,9	6,4	5,0	5,9	7,1	7,1	7,1
Verbindlichkeiten	5,6	17,1	12,9	13,7	15,9	16,4	16,6
Bilanzsumme (Passiva)	34,5	48,5	38,5	44,4	49,6	54,4	58,9

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

Bilanz Dr. Hönle

in % der Bilanzsumme

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11e	2011/12e	2012/13e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	3,4 %	18,6 %	22,9 %	19,5 %	17,5 %	16,1 %	14,9 %
davon übrige imm. VG	2,3 %	4,3 %	4,9 %	3,9 %	3,6 %	3,3 %	3,1 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	1,1 %	14,3 %	18,0 %	15,6 %	14,0 %	12,7 %	11,8 %
Sachanlagen	11,1 %	12,5 %	16,1 %	13,6 %	13,8 %	12,9 %	12,4 %
Finanzanlagen	1,0 %	0,5 %	0,6 %	0,6 %	0,5 %	0,5 %	0,4 %
Anlagevermögen	15,5 %	31,6 %	39,7 %	33,7 %	31,8 %	29,4 %	27,7 %
Vorräte	13,8 %	22,8 %	24,4 %	24,5 %	27,2 %	26,3 %	25,6 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	13,5 %	21,4 %	19,9 %	18,9 %	23,0 %	22,2 %	21,7 %
Sonstige Vermögensgegenstände	5,8 %	5,9 %	7,9 %	7,8 %	6,1 %	4,6 %	3,6 %
Liquide Mittel	51,5 %	18,4 %	8,2 %	15,2 %	12,0 %	17,4 %	21,3 %
Umlaufvermögen	84,6 %	68,5 %	60,4 %	66,4 %	68,3 %	70,5 %	72,3 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	16,0 %	11,4 %	14,3 %	12,4 %	11,1 %	10,1 %	9,4 %
Kapitalrücklage	48,6 %	34,9 %	42,7 %	36,8 %	32,9 %	30,0 %	27,7 %
Gewinnrücklagen	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,0 %	7,3 %	14,5 %	20,7 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	17,4 %	16,7 %	7,4 %	18,1 %	13,8 %	12,7 %	11,8 %
Buchwert	82,1 %	63,1 %	64,5 %	67,3 %	65,1 %	67,3 %	69,6 %
Anteile Dritter	1,7 %	1,7 %	2,1 %	2,0 %	2,8 %	2,6 %	2,4 %
Eigenkapital	83,8 %	64,8 %	66,6 %	69,3 %	68,0 %	69,9 %	71,9 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	3,5 %	3,6 %	4,7 %	4,2 %	3,6 %	3,3 %	3,1 %
Rückstellungen gesamt	6,2 %	8,1 %	10,1 %	9,4 %	7,3 %	6,7 %	6,2 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	2,3 %	2,9 %	3,7 %	2,0 %	3,9 %	3,6 %	3,3 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,3 %	11,2 %	6,7 %	6,1 %	6,5 %	6,8 %	6,6 %
Sonstige Verbindlichkeiten	5,4 %	13,1 %	13,1 %	13,3 %	14,3 %	13,1 %	12,1 %
Verbindlichkeiten	16,3 %	35,2 %	33,5 %	30,8 %	32,0 %	30,1 %	28,1 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

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

Kapitalflussrechnung Dr. Hönle

in EUR Mio.

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11e	2011/12e	2012/13e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	3,2	4,4	-4,2	4,6	5,0	6,2	6,8
Abschreibung Anlagevermögen	0,5	0,7	0,8	0,8	1,0	1,1	1,1
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,2	0,5	0,0	-0,4	-0,1	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,6	0,1	-1,6	1,4	0,0	0,5	0,4
Cash Flow	3,5	6,0	-4,6	6,7	6,3	8,1	8,6
Veränderung Vorräte	-0,3	-6,3	1,6	-1,5	-1,6	-0,8	-0,8
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,7	-5,7	2,7	-0,7	-2,1	-0,7	-0,7
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	4,9	-2,7	0,1	0,5	0,5	0,2
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,3	3,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-0,7	-3,6	1,6	-2,1	-3,2	-1,0	-1,3
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	2,8	2,4	-2,9	4,7	3,1	7,1	7,3
CAPEX	-0,9	-0,8	-1,4	-0,9	-1,4	-1,6	-1,7
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	-7,3	-0,1	-0,3	-1,1	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	7,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	6,2	-8,1	-1,5	-1,1	-2,5	-1,6	-1,7
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-0,2	-1,0	-0,1	-0,5	0,1	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-1,5	-2,2	-1,3	0,0	-1,4	-1,9	-2,5
Erwerb eigener Aktien	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,1	0,0	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	-1,7	-3,5	-1,5	-0,5	-1,3	-1,9	-2,5
Veränderung liquide Mittel	7,3	-9,2	-5,9	3,0	-0,8	3,5	3,1
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,3	0,2	0,6	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	17,8	8,8	3,2	6,7	6,0	9,5	12,6

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

Kennzahlen Dr. Hönle

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11e	2011/12e	2012/13e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	80,6 %	88,0 %	103,0 %	88,1 %	85,9 %	85,7 %	85,3 %
Umsatz je Mitarbeiter	197.338	188.934	161.813	206.128	194.627	205.411	209.086
EBITDA je Mitarbeiter	37.647	25.830	-10.000	25.366	26.847	29.409	30.773
EBIT-Marge	16,5 %	11,6 %	-8,8 %	10,2 %	11,8 %	12,4 %	12,9 %
EBITDA / Operating Assets	41,1 %	30,9 %	-13,8 %	30,6 %	32,2 %	36,9 %	38,1 %
ROA	56,4 %	28,5 %	-27,3 %	30,8 %	31,8 %	38,4 %	41,8 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	6,9	8,1	7,2	9,1	9,5	10,7	10,9
Operating Assets Turnover	2,2	2,3	2,2	2,5	2,3	2,6	2,6
Capital Employed Turnover	0,8	1,4	1,6	1,6	1,7	1,8	1,7
Kapitalverzinsung							
ROCE	14,5 %	17,2 %	-12,4 %	17,8 %	21,7 %	23,5 %	23,4 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	16,7 %	20,3 %	-8,8 %	21,6 %	25,4 %	27,1 %	26,6 %
ROE	10,4 %	13,9 %	-16,3 %	15,0 %	14,9 %	16,2 %	16,1 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	10,7 %	14,5 %	-14,6 %	16,3 %	15,6 %	17,2 %	17,0 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	11,3 %	15,1 %	-14,3 %	17,0 %	17,3 %	18,8 %	18,5 %
ROIC	9,9 %	12,1 %	-12,8 %	13,1 %	13,8 %	15,2 %	15,2 %
Solvanz							
Nettoverschuldung	-17,0	-7,5	-1,8	-5,9	-4,0	-7,5	-10,6
Net Gearing	-58,6 %	-23,9 %	-6,8 %	-19,1 %	-11,9 %	-19,8 %	-25,1 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	3582,8 %	2236,0 %	1813,4 %	3520,5 %	1738,2 %	1961,1 %	2185,4 %
Current ratio	10,9	2,7	2,8	3,3	3,2	3,5	3,8
Acid Test Ratio	5,1	1,4	1,1	1,4	1,4	1,6	1,8
EBITDA / Zinsaufwand	56,9	25,1	0,0	26,9	n.a.	n.a.	n.a.
Netto Zinsdeckung	n.a.	n.a.	n.a.	26,9	n.a.	n.a.	n.a.
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	1,8	1,5	-4,3	3,8	1,6	5,4	5,6
Free Cash Flow / Umsatz	7,0 %	3,1 %	-9,6 %	6,9 %	2,5 %	7,2 %	7,0 %
Adj. Free Cash Flow	4,3	5,9	-3,7	5,7	7,5	9,2	10,2
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	9,9 %	9,1 %	-8,5 %	8,2 %	9,7 %	10,1 %	10,2 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	60,9 %	34,6 %	103,6 %	82,3 %	32,6 %	88,2 %	81,7 %
Zinserträge / Avg. Cash	5,1 %	4,1 %	1,9 %	0,9 %	2,4 %	2,6 %	1,8 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	10,9 %	24,0 %	17,5 %	21,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Ausschüttungsquote	65,4 %	28,4 %	0,0 %	27,0 %	32,6 %	34,6 %	34,9 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	3,5 %	1,7 %	3,0 %	1,6 %	2,2 %	2,2 %	2,2 %
Maint. Capex / Umsatz	2,0 %	1,2 %	1,8 %	1,5 %	1,4 %	1,2 %	1,1 %
CAPEX / Abschreibungen	138,5 %	81,6 %	118,1 %	74,4 %	110,0 %	115,8 %	122,2 %
Avg. Working Capital / Umsatz	30,1 %	24,5 %	32,6 %	27,3 %	28,4 %	28,8 %	28,6 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	582,2 %	191,5 %	297,8 %	312,2 %	356,3 %	327,0 %	328,2 %
Inventory processing period (Tage)	66,0	82,7	76,2	72,8	70,2	69,5	69,5
Receivables collection period (Tage)	64,9	77,8	62,3	56,1	59,0	59,0	59,0
Payables payment period (Tage)	11,2	40,6	20,9	18,0	18,0	18,0	18,0
Cash conversion cycle (Tage)	116	116	113	107	108	107	108
Bewertung							
Dividendenrendite	4,1 %	2,6 %	n.a.	2,6 %	3,6 %	4,6 %	5,1 %
P/B	1,9	1,7	2,1	1,7	1,6	1,4	1,3
EV/sales	1,9	1,0	1,1	0,9	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA	10,1	7,6	n.m.	7,5	5,9	4,6	4,0
EV/EBIT	11,7	9,0	n.m.	9,1	6,9	5,3	4,5
EV/FCF	27,6	33,5	n.m.	13,4	32,3	9,1	8,3
P/E	16,8	11,6	n.m.	11,0	10,1	8,2	7,4
P/CF	15,4	9,0	neg.	8,0	8,6	6,7	6,2
Adj. Free Cash Flow Yield	6,9 %	11,8 %	n.a.	13,3 %	11,8 %	16,3 %	18,6 %

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

Free Cash Flow Yield - Dr. Hönle

Angaben in Mio. EUR	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Jahresüberschuss	3,0	4,4	-4,2	4,6	5,0	6,2	6,8
+ Abschreibung + Amortisation	0,7	1,0	1,2	1,2	1,3	1,4	1,4
- Zinsergebnis (netto)	0,6	0,3	-0,1	-0,2	0,2	0,2	0,2
+ Steuern	1,8	1,3	0,0	0,5	2,3	2,8	3,0
- Erhaltungsinvestitionen	0,5	0,6	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Adjustierter Free Cash Flow	4,3	5,9	-3,7	5,7	7,5	9,2	10,2
Adjustierter Free Cash Flow Yield	8,6%	11,6%	-7,2%	11,3%	14,3%	18,7%	22,0%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Enterprise Value	50,6	50,6	50,6	50,6	52,9	49,4	46,3
= Fairer Enterprise Value	43,4	58,6	-	57,2	75,4	92,3	101,9
- Nettoverschuldung (Cash)	-5,9	-5,9	-5,9	-5,9	-4,0	-7,5	-10,6
- Pensionsverbindlichkeiten	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	1,8
- Sonstige	0,9	0,9	0,9	0,9	1,4	1,4	1,4
= Faire Marktkapitalisierung	46,5	61,7	-	60,3	76,3	96,7	109,4
Aktienanzahl (Mio.)	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	8,43	11,19	-	10,93	13,83	17,53	19,84
Premium (-) / Discount (+) in %	-13,6%	14,7%	-	12,2%	41,9%	79,8%	103,5%

Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	13,0%	6,61	8,74	-	8,54	10,68	13,67	15,57
	12,0%	7,12	9,42	-	9,21	11,55	14,74	16,75
Fairer	11,0%	7,71	10,22	-	9,99	12,59	16,01	18,16
Free Cash Flow	10,0%	8,43	11,19	-	10,93	13,83	17,53	19,84
Yield	9,0%	9,30	12,37	-	12,09	15,35	19,40	21,89
	8,0%	10,39	13,84	-	13,53	17,25	21,72	24,46
	7,0%	11,80	15,74	-	15,38	19,70	24,71	27,76

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

DCF Modell - Dr. Höhle

Angaben in Mio. EUR	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Umsatz	65,2	75,0	79,5	83,4	86,8	89,4	92,0	94,8	97,7	100,6	102,6	104,6	106,2	107,8
Veränderung	19,4%	15,0%	6,0%	5,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	1,5%	1,5%
EBIT	7,7	9,3	10,3	10,0	10,4	10,7	11,0	11,4	11,7	12,1	12,3	12,6	12,7	12,9
EBIT-Marge	11,8%	12,4%	12,9%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Steuerquote	23,1%	24,3%	26,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
NOPAT	5,9	7,1	7,6	7,1	7,4	7,6	7,8	8,1	8,3	8,6	8,7	8,9	9,0	9,2
Abschreibungen	1,3	1,4	1,4	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1	2,2
in % vom Umsatz	2,0%	1,9%	1,8%	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	-5,1	-1,0	-1,3	0,0	-0,9	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,6	-0,6	-0,4	-0,4
- Investitionen	-1,4	-1,6	-1,7	-1,7	-1,7	-1,8	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1	-2,1	-2,2
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	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Free Cash Flow (WACC-Modell)	0,1	5,2	5,4	6,5	5,9	6,4	6,6	6,9	7,1	7,3	7,7	7,8	8,1	8,2

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)

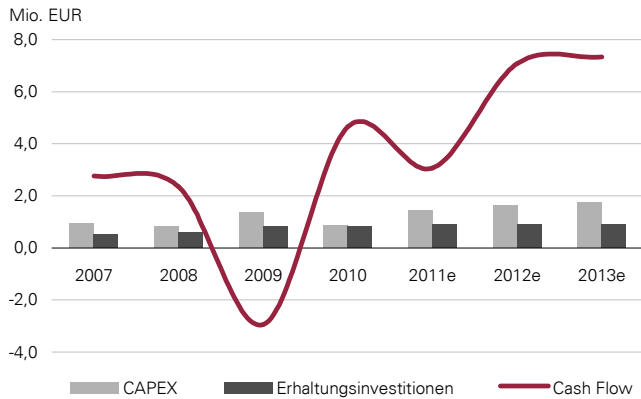
Barwerte bis 2024	43,3		
Terminal Value	26,1		
Verbindlichkeiten	-6,2		
Liquide Mittel	9,0	Aktienzahl (Mio.)	5,51
Eigenkapitalwert	72,1	Wert je Aktie (EUR)	13,09

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum								Delta EBIT-Marge							
WACC	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,00%	11,35	11,43	11,52	11,62	11,72	11,83	11,94	11,00%	9,87	10,46	11,04	11,62	12,20	12,78	13,37
10,50%	11,99	12,09	12,20	12,31	12,43	12,56	12,69	10,50%	10,47	11,08	11,70	12,31	12,93	13,54	14,16
10,25%	12,34	12,45	12,56	12,69	12,82	12,96	13,11	10,25%	10,79	11,42	12,06	12,69	13,32	13,95	14,59
10,00%	12,70	12,82	12,95	13,09	13,23	13,38	13,55	10,00%	11,13	11,78	12,44	13,09	13,74	14,39	15,04
9,75%	13,09	13,22	13,36	13,51	13,67	13,84	14,01	9,75%	11,50	12,17	12,84	13,51	14,18	14,85	15,53
9,50%	13,50	13,65	13,80	13,96	14,13	14,32	14,52	9,50%	11,88	12,58	13,27	13,96	14,65	15,35	16,04
9,00%	14,40	14,57	14,76	14,95	15,16	15,39	15,63	9,00%	12,73	13,47	14,21	14,95	15,69	16,43	17,17

Quelle: Warburg Research

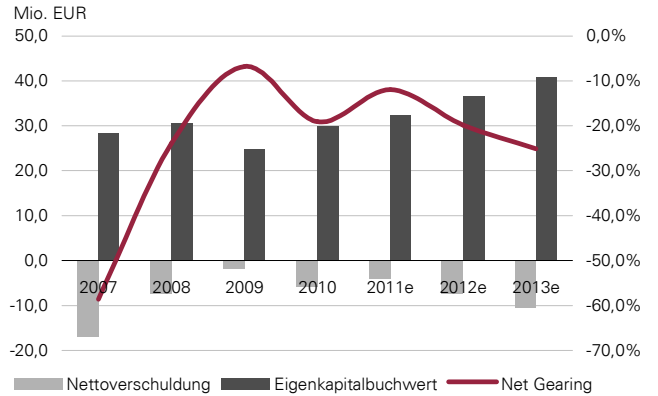
Investitionen und Cash Flow - Dr. Höhle



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

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

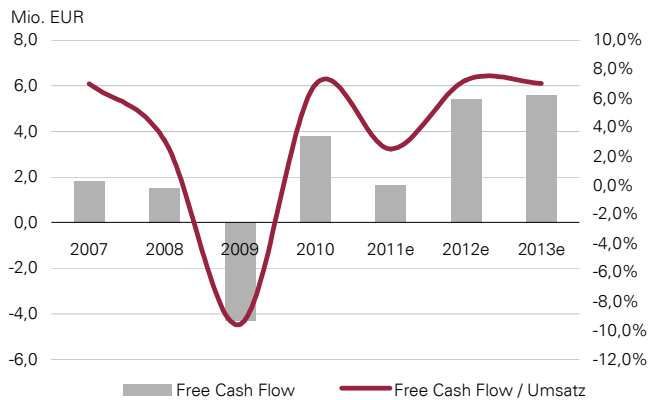
Bilanzqualität - Dr. Höhle



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

- Nettoliquidität *00//08 durch Akquisitionen reduziert
- Weitere Akquisition im GJ 2010/11
- Positiver FCF erhöht Nettoliquidität stärker ab 2011/12

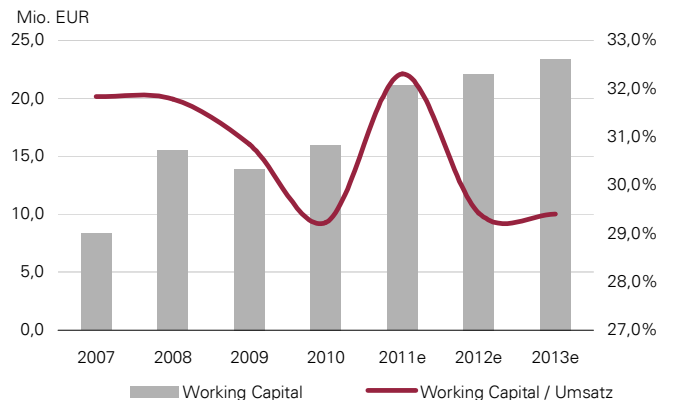
Free Cash Flow Generation - Dr. Höhle



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

- FCF-Rentabilität durch geringere Margen der Akquisitionen beeinflusst
- Rückkehr zu positiven FCF ab 2009/10
- Nach Aufbau von Working Capital in 2010/11 höherer FCF ab 2011/12

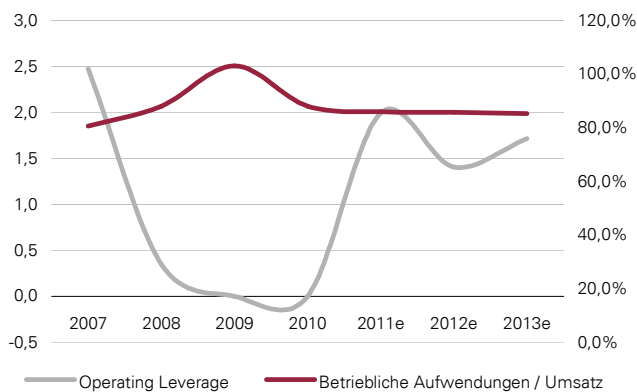
Working Capital - Dr. Höhle



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

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

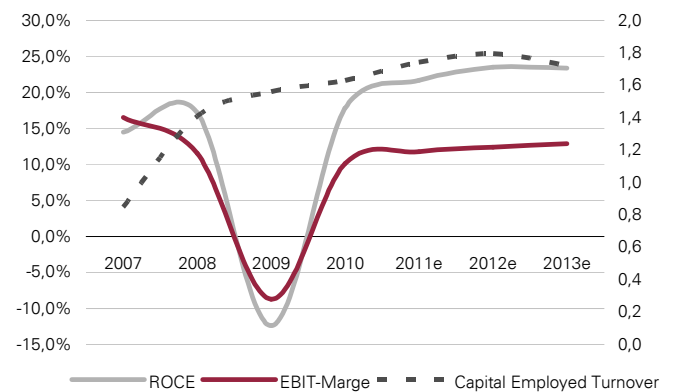
Operating Leverage - Dr. Höhle



Quellen: Dr. Höhle (berichtete Daten), Warburg 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

ROCE Entwicklung - Dr. Höhle



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

- Übernommene Unternehmen verwässerten EBIT-Marge und ROCE
- Deutlich erhöhter Capital-Empled-Turnover...
- und Anstieg der Ergebnisqualität induzieren Rückkehr zu ROCE >20% in 2009/10

Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der Warburg 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 Warburg 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 Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg 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 Warburg 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 Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg 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 Warburg 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 betreut die Wertpapiere dieses Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages.
- M.M.Warburg & CO KGaA oder Warburg Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.
- M.M.Warburg & CO KGaA und damit verbundene Unternehmen handeln regelmäßig mit Finanzinstrumenten dieses Unternehmens oder mit Derivaten dieser Instrumente.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

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 Warburg 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 Warburg 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 Warburg 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 Warburg 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.

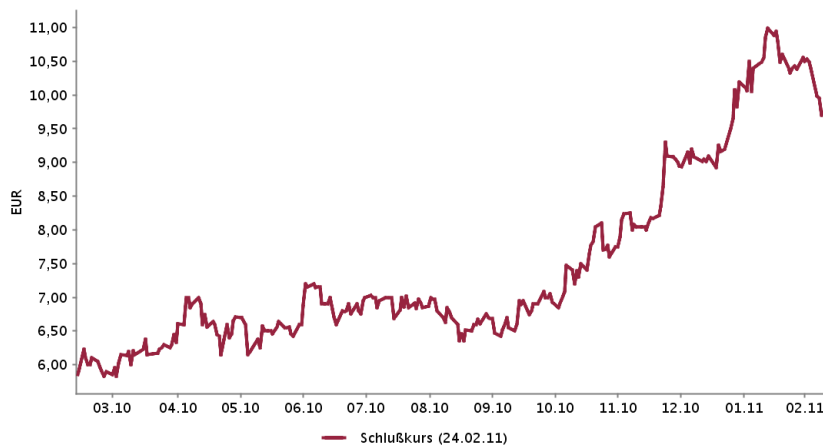
M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	102	56%
Halten	58	32%
Verkaufen	9	5%
Empf. ausgesetzt	12	7%
Gesamt	181	

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg 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	70	67%
Halten	29	28%
Verkaufen	4	4%
Empf. ausgesetzt	2	2%
Gesamt	105	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
Dr. Hönle AG am 25.02.11**



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

Warburg Research GmbH

Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg | www.warburg-research.com

Tel.: +49 40 309537-0 | Fax: +49 40 309537-110 | info@warburg-research.com



WARBURG RESEARCH

Christian Bruns Head of Research	+49 40 309537-253 cbruns@warburg-research.com	Henner Rüschemier Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
Finn Henning Breiter	+49 40 309537-230 fbreiter@warburg-research.com	Thomas Rau	+49 40 309537-220 trau@warburg-research.com
Felix Ellmann	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com	Jochen Reichert	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Jörg Philipp Frey	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com	Malte Schaumann	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Ulrich Huwald	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com	Susanne Schwartz	+49 40 309537-155 sschwartz@warburg-research.com
Thilo Kleibauer	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com	Oliver Schwarz	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Torsten Klingner	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com	Marc-René Tonn	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Eggert Kuls	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com	Björn Voss	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Frank Laser	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com	Andreas Wolf	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Andreas Pläsier	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com	Stephan Wulf	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com
Björn Blunck Business Support	+49 40 309537-160 bblunck@warburg-research.com	Katrin Wauker Business Support	+49 40 309537-200 kwauker@warburg-research.com
Daniel Bonn Business Support	+49 40 309537-205 dbonn@warburg-research.com	Franziska Schmidt-Petersen Business Support	+49 40 309537-100 fschmidt-petersen@warburg-research.com
Annika Boysen Business Support	+49 40 309537-202 aboysen@warburg-research.com	Claudia Vedder Business Support	+49 40 309537-105 cvedder@warburg-research.com
Markus Pähler Business Support	+49 40 309537-221 mpaehler@warburg-research.com		

M.M. Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg | www.mmwarburg.com

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



M. M. WARBURG & CO

1798

Barbara C. Launer-Effler Head of Equities	+49 40 3282-2636 blauner-effler@mmwarburg.com	Holger Nass Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com	Christian Alisch Equity Sales	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com	Cynthia Chavanon Equity Sales	+49 40 3282-2630 cchavanon@mmwarburg.com
Gudrun Bölsen Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com	Matthias Fritsch Equity Sales	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com	Michael Kriszun Equity Sales	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 40 3282-2700 pschepelmann@mmwarburg.com	Dirk Rosenfelder Equity Sales	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3282-2658 jtreptow@mmwarburg.com	Marco Schumann Equity Sales	+49 40 3282-2665 mschumann@mmwarburg.com
Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 40 3282-2632 acarstensen@mmwarburg.com	Julian Straube Equity Sales	+49 40 3282-2666 jstraube@mmwarburg.com
Wiebke Möller Sales Assistance	+49 40 3282-2703 wmoeller@mmwarburg.com	Philipp Stumpfegger Equity Sales	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com
Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com	Andreas Wessel Equity Sales	+49 40 3282-2663 awessel@mmwarburg.com