

**Kaufen** (alt: Kaufen)**Kursziel EUR 13,30** (alt: 15,50)

**Kurs** EUR 9,50  
**Bloomberg** HNL GR  
**Reuters** HNLG  
**Branche** Technology

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



Aktien Daten: 24.11.2011 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 52,4 Mio.  
**Enterprise Value (EV):** EUR 48,8 Mio.  
**Buchwert:** EUR 34,7 Mio.  
**Aktienanzahl:** 5,5 Mio.  
**Handelsvolumen Ø:** EUR 145 Tsd.

**Aktionäre:**

Freefloat 79,4 %  
 J. Vits 6,4 %  
 Prof. Hönle 4,0 %  
 Eigene Aktien 4,3 %  
 Pro-Beam GmbH 2,7 %  
 Wallberg Invest S.A. 3,2 %

**Termine:**

Geschäftsbericht 2010/2011 16.01.12  
 HV 22.03.12

	2010/11e		2011/12e		2012/13e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
<b>Umsatz</b>	65,0	0	77,0	-20,8	81,5	-18,4
<b>EBIT</b>	10,0	0	11,5	-30,7	12,5	-22,5
<b>EPS</b>	1,20	0	1,48	-32,4	1,62	-24,1

Analyse: Warburg Research  
 Publikationsdatum: 25.11.2011  
 Analyst: Malte Schaumann +49 (0)40-309537-170  
 mschaumann@warburg-research.com

## Insolvenz von manroland - Anpassung der Prognosen - Neues Kursziel dennoch mit deutlichem Potenzial

Die am Donnerstagnachmittag aufkommenden Gerüchte über eine **Insolvenz von manroland** haben sich heute bestätigt. Dies hat deutliche Auswirkungen auf Dr. Hönle, **ändert den Investment Case jedoch aufgrund einer nach wie vor deutlichen Unterbewertung der Aktie nicht.**

manroland ist mit einem Umsatzanteil von ca. 20% an den Konzernerlösen der mit Abstand größte Kunde des Unternehmens. Dr. Hönle belieferte manroland insbesondere mit Trocknungssystemen für Bogenoffset-Druckmaschinen, welche 2007 mit der Übernahme von Eltosch erworben wurden. Strukturell dürfte dieser Bereich jedoch unterproportionale Ergebnisbeiträge generiert haben. Warburg Research erwartet einen Ergebnisanteil von nicht mehr als 15% des Konzern-EBITs.

Warburg Research erwartet, dass sich die offenen Forderungen gegenüber manroland auf grob EUR 1 Mio. belaufen, die entsprechend wertberichtigt werden müssen. Wir hatten zuletzt den Eindruck, dass Dr. Hönle im vergangenen Geschäftsjahr mit starken Produktionszahlen in der Industrie noch besser als erwartet abgeschnitten hat. Die entsprechende Position dürfte somit bereits im GJ 2010/11 erfasst werden, allerdings dürfte Dr. Hönle trotz dessen dennoch ein EBIT in Höhe von EUR 10 Mio. erreichen. Für das laufende Jahr antizipieren wir einen Puffer von EUR 0,5 – 1,0 Mio. an zusätzlichen Kosten, die für potentielle Anpassungsmaßnahmen aufgewendet werden müssen.

manroland war Dr. Hönle's größter Kunde in diesem Segment, andere große Druckmaschinenhersteller haben nur deutlich geringere Umsatzbeiträge. Somit dürften die betreffenden Umsätze nicht durch ein automatisch stärkeres Geschäft mit anderen Kunden kompensiert werden. Falls im Rahmen der Insolvenz allerdings ein tragfähiges Konzept zur Fortführung aufgestellt wird, ergeben sich zusätzliche Potenziale für Dr. Hönle.

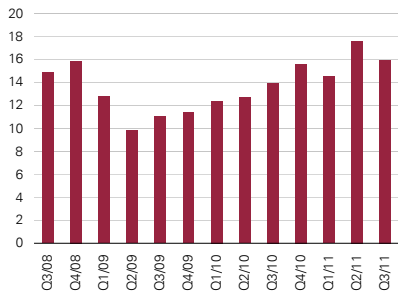
**Anpassungen:** Die reduzierten Umsatzprognosen reflektieren den vollständigen Wegfall der manroland Umsatzbeiträge sowie aufgrund der konjunkturellen Lage reduzierte Erwartungen. Der Umsatzrückgang wird im laufenden Jahr durch die vollständige Erstkonsolidierung der Übernahmen UV-Technik Speziallampen sowie Mitronic abgedeckt. Hieraus ergibt sich ein positiver Umsatzeffekt von ca. EUR 6 Mio. Die Ergebnisprognosen beinhalten neben der konjunkturell verringerten Basis, den Wegfall der manroland Beiträge und oben benannte Einmaleffekte.

Zwar fällt mit manroland ein wichtiger Kunde von Dr. Hönle weg, in ernsthafte Probleme wird das Unternehmen hiermit jedoch keinesfalls gebracht. In den kommenden Jahren sollte das Unternehmen von einer weiter wachsenden Nachfrage sowohl im UV-Geschäft als auch im Segment Klebstoffe profitieren und auf den Wachstumspfad zurückkehren. Weiterhin dürfte das Unternehmen bestrebt sein, weitere Akquisitionen wertschöpfend umzusetzen. Insgesamt sollten die **EBIT-Margen deutlich über der 10%-Marke bleiben.**

Entsprechend der wegfallenden Ergebnisbeiträge wird das **Kursziel** um ca. 15% auf **EUR 13,30** reduziert. Bereinigt um die Einmaleffekte ergibt sich auf Basis der neuen Prognosen für das laufende Geschäftsjahr ein EV/EBIT Multiplikator von unter 6x, was ebenfalls auf eine attraktive Bewertung hindeutet. Da sich hiermit immer noch signifikantes **Aufwärtspotenzial in Höhe von mehr als 40%** im Vergleich zum derzeitigen Kurs bietet, lautet das **Rating weiterhin Kaufen.**

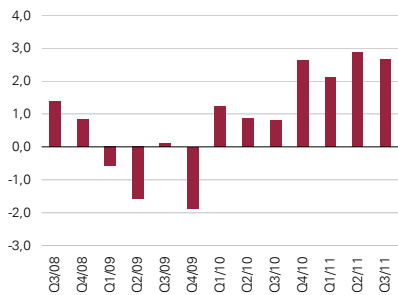
Geschäftsjahresende: 30.9.	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11e	2011/12e	2012/13e
<i>in EUR Mio</i>							
<b>Umsatz</b>	26,2	48,7	45,0	54,6	65,0	61,0	66,5
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	10,8 %	85,7 %	-7,7 %	21,4 %	19,0 %	-6,2 %	9,0 %
<b>Rohertrag</b>	17,4	27,6	23,7	32,2	38,7	37,8	40,9
<i>Rohertragsmarge</i>	66,2 %	56,6 %	52,6 %	59,0 %	59,6 %	62,0 %	61,5 %
<b>EBITDA</b>	5,0	6,7	-2,8	6,7	11,3	9,2	11,0
<i>EBITDA-Marge</i>	19,1 %	13,7 %	-6,2 %	12,3 %	17,3 %	15,1 %	16,5 %
<b>EBIT</b>	4,3	5,6	-3,9	5,5	10,0	8,0	9,7
<i>EBIT-Marge</i>	16,5 %	11,6 %	-8,8 %	10,2 %	15,3 %	13,1 %	14,6 %
<b>Jahresüberschuss</b>	3,0	4,4	-4,2	4,6	6,2	5,2	6,4
<b>EPS</b>	0,58	0,84	-0,80	0,89	1,20	1,00	1,23
<b>Free Cash Flow je Aktie</b>	0,35	0,29	-0,83	0,73	0,74	1,28	1,00
<b>Dividende</b>	0,40	0,25	0,00	0,25	0,30	0,30	0,35
<i>Dividendenrendite</i>	4,2 %	2,6 %	n.a.	2,6 %	3,2 %	3,2 %	3,7 %
<b>EV/Umsatz</b>	1,9	1,0	1,1	0,9	0,8	0,7	0,6
<b>EV/EBITDA</b>	9,8	7,4	n.m.	7,3	4,3	4,8	3,7
<b>EV/EBIT</b>	11,4	8,7	n.m.	8,9	4,9	5,5	4,1
<b>KGV</b>	16,4	11,3	n.m.	10,7	7,9	9,5	7,7
<b>ROCE</b>	14,5 %	17,2 %	-12,4 %	17,8 %	27,2 %	19,2 %	21,2 %
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	8,8 %	11,9 %	n.a.	11,6 %	20,1 %	17,6 %	23,5 %

**Entwicklung Umsatz**  
in EUR Mio.



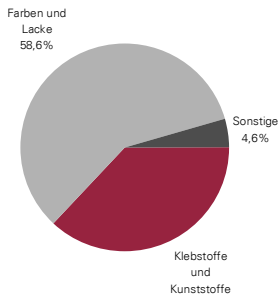
Quelle: Dr. Hönle

**Entwicklung EBIT**  
in EUR Mio.



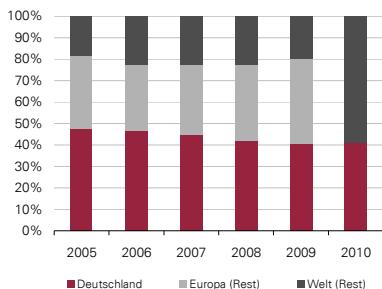
Quelle: Dr. Hönle

**Umsatz nach Geschäftsbereichen**  
2010



Quelle: Dr. Hönle

**Umsatz nach Regionen**  
2005-2010



Quelle: Dr. Hönle

**Unternehmenshintergrund**

Trotz eines Umsatzes von lediglich rund EUR 65 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 Akquisitionen deutlich ausgebaut und neben dem Kerngeschäft angrenzende Bereiche wie (UV-)Klebstoffe oder IR-Technologie gestärkt. Das Unternehmen beschäftigt derzeit ca. 350 Mitarbeiter.

UV-Technologie wird in einer breiten Zahl von industriellen Anwendungen eingesetzt. Die bedeutendsten Einsatzgebiete sind heute Farb-/Lacktrocknung, 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 ermöglicht dem Unternehmen die Erzielung hoher Margen und hoher Cash Flows. Die gute Wettbewerbsqualität drückt sich in einem ROCE von > 20% aus.

**Gewinn- und Verlustrechnung Dr. Hönle**

in EUR Mio.

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11e	2011/12e	2012/13e
<b>Umsatz</b>	<b>26,2</b>	<b>48,7</b>	<b>45,0</b>	<b>54,6</b>	<b>65,0</b>	<b>61,0</b>	<b>66,5</b>
Bestandsveränderungen	-0,1	0,8	-1,4	0,2	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>26,2</b>	<b>49,6</b>	<b>43,6</b>	<b>54,8</b>	<b>65,0</b>	<b>61,0</b>	<b>66,5</b>
Materialaufwand	8,8	22,0	19,9	22,6	26,3	23,2	25,6
<b>Rohertrag</b>	<b>17,4</b>	<b>27,6</b>	<b>23,7</b>	<b>32,2</b>	<b>38,7</b>	<b>37,8</b>	<b>40,9</b>
Personalaufwendungen	7,6	13,9	16,3	16,9	20,5	20,3	20,6
Sonstige betriebliche Erträge	0,5	1,7	2,1	1,9	3,9	3,0	2,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	5,3	8,7	12,2	10,5	10,9	11,3	11,3
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>EBITDA</b>	<b>5,0</b>	<b>6,7</b>	<b>-2,8</b>	<b>6,7</b>	<b>11,3</b>	<b>9,2</b>	<b>11,0</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,5	0,7	0,8	0,8	1,0	1,0	1,0
<b>EBITA</b>	<b>4,5</b>	<b>6,0</b>	<b>-3,6</b>	<b>5,9</b>	<b>10,2</b>	<b>8,2</b>	<b>10,0</b>
Abschreibungen auf iAV	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>4,3</b>	<b>5,6</b>	<b>-3,9</b>	<b>5,5</b>	<b>10,0</b>	<b>8,0</b>	<b>9,7</b>
Zinserträge	0,7	0,5	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2
Zinsaufwendungen	0,1	0,3	0,2	0,3	0,4	0,0	0,0
Finanzergebnis	0,6	0,3	-0,1	-0,2	-0,4	0,2	0,2
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>5,0</b>	<b>5,9</b>	<b>-4,1</b>	<b>5,3</b>	<b>9,6</b>	<b>8,1</b>	<b>9,9</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>5,0</b>	<b>5,9</b>	<b>-4,1</b>	<b>5,3</b>	<b>9,6</b>	<b>8,1</b>	<b>9,9</b>
Steuern gesamt	1,8	1,3	0,0	0,5	2,8	2,4	2,9
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>3,2</b>	<b>4,6</b>	<b>-4,1</b>	<b>4,8</b>	<b>6,8</b>	<b>5,8</b>	<b>7,0</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>3,2</b>	<b>4,6</b>	<b>-4,1</b>	<b>4,8</b>	<b>6,8</b>	<b>5,8</b>	<b>7,0</b>
Minority interest	0,2	0,2	0,1	0,2	0,6	0,6	0,6
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>3,0</b>	<b>4,4</b>	<b>-4,2</b>	<b>4,6</b>	<b>6,2</b>	<b>5,2</b>	<b>6,4</b>

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
<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	-0,3 %	1,7 %	-3,1 %	0,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Aktivierete Eigenleistungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Gesamtleistung</b>	<b>99,7 %</b>	<b>101,7 %</b>	<b>96,9 %</b>	<b>100,4 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
Materialaufwand	33,5 %	45,1 %	44,3 %	41,4 %	40,4 %	38,0 %	38,5 %
<b>Rohertrag</b>	<b>66,2 %</b>	<b>56,6 %</b>	<b>52,6 %</b>	<b>59,0 %</b>	<b>59,6 %</b>	<b>62,0 %</b>	<b>61,5 %</b>
Personalaufwendungen	28,9 %	28,6 %	36,2 %	30,9 %	31,5 %	33,3 %	31,0 %
Sonstige betriebliche Erträge	1,9 %	3,4 %	4,6 %	3,4 %	6,1 %	4,9 %	3,0 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	20,1 %	17,8 %	27,2 %	19,2 %	16,8 %	18,5 %	17,0 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>
<b>EBITDA</b>	<b>19,1 %</b>	<b>13,7 %</b>	<b>-6,2 %</b>	<b>12,3 %</b>	<b>17,4 %</b>	<b>15,1 %</b>	<b>16,5 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,9 %	1,5 %	1,9 %	1,5 %	1,6 %	1,6 %	1,5 %
<b>EBITA</b>	<b>17,1 %</b>	<b>12,2 %</b>	<b>-8,1 %</b>	<b>10,8 %</b>	<b>15,8 %</b>	<b>13,5 %</b>	<b>15,0 %</b>
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 %
<b>EBIT</b>	<b>16,5 %</b>	<b>11,6 %</b>	<b>-8,8 %</b>	<b>10,2 %</b>	<b>15,4 %</b>	<b>13,1 %</b>	<b>14,6 %</b>
Zinserträge	2,7 %	1,1 %	0,3 %	0,1 %	0,0 %	0,3 %	0,2 %
Zinsaufwendungen	0,3 %	0,6 %	0,6 %	0,5 %	0,5 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	2,4 %	0,6 %	-0,3 %	-0,4 %	-0,5 %	0,3 %	0,2 %
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>18,9 %</b>	<b>12,1 %</b>	<b>-9,1 %</b>	<b>9,8 %</b>	<b>14,8 %</b>	<b>13,4 %</b>	<b>14,8 %</b>
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBT</b>	<b>18,9 %</b>	<b>12,1 %</b>	<b>-9,1 %</b>	<b>9,8 %</b>	<b>14,8 %</b>	<b>13,4 %</b>	<b>14,8 %</b>
Steuern gesamt	6,9 %	2,8 %	0,0 %	1,0 %	4,4 %	3,9 %	4,3 %
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>12,1 %</b>	<b>9,4 %</b>	<b>-9,1 %</b>	<b>8,8 %</b>	<b>10,4 %</b>	<b>9,5 %</b>	<b>10,5 %</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>12,1 %</b>	<b>9,4 %</b>	<b>-9,1 %</b>	<b>8,8 %</b>	<b>10,4 %</b>	<b>9,5 %</b>	<b>10,5 %</b>
Minority interest	0,6 %	0,4 %	0,2 %	0,4 %	0,9 %	1,0 %	0,9 %
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>11,5 %</b>	<b>9,0 %</b>	<b>-9,3 %</b>	<b>8,4 %</b>	<b>9,6 %</b>	<b>8,5 %</b>	<b>9,6 %</b>

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

<b>Bilanz Dr. Hönle</b>							
in EUR Mio.							
	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11e	2011/12e	2012/13e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	1,2	9,0	8,8	8,7	9,6	9,6	9,6
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	7,8	7,8	7,8
Sachanlagen	3,8	6,0	6,2	6,0	6,5	6,6	6,8
Finanzanlagen	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Anlagevermögen</b>	<b>5,3</b>	<b>15,3</b>	<b>15,3</b>	<b>14,9</b>	<b>16,4</b>	<b>16,5</b>	<b>16,7</b>
Vorräte	4,7	11,0	9,4	10,9	13,5	12,2	12,7
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4,7	10,4	7,7	8,4	10,4	9,9	10,7
Sonstige Vermögensgegenstände	2,0	2,9	3,0	3,4	3,0	3,0	3,0
Liquide Mittel	17,8	8,9	3,2	6,7	8,7	13,7	17,2
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>29,2</b>	<b>33,2</b>	<b>23,2</b>	<b>29,5</b>	<b>35,6</b>	<b>38,8</b>	<b>43,6</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>34,5</b>	<b>48,5</b>	<b>38,5</b>	<b>44,4</b>	<b>52,0</b>	<b>55,3</b>	<b>60,3</b>
<b>Passiva</b>							
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	4,9	8,4	13,1
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	6,0	8,1	2,8	8,0	8,0	8,0	7,9
Buchwert	28,3	30,6	24,8	29,9	34,7	38,2	42,9
Anteile Dritter	0,6	0,8	0,8	0,9	1,4	1,4	1,4
<b>Eigenkapital</b>	<b>28,9</b>	<b>31,4</b>	<b>25,6</b>	<b>30,8</b>	<b>36,1</b>	<b>39,6</b>	<b>44,3</b>
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	3,0	3,3
Sonstige Verbindlichkeiten	1,9	6,4	5,0	5,9	7,1	7,1	7,1
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>5,6</b>	<b>17,1</b>	<b>12,9</b>	<b>13,7</b>	<b>15,9</b>	<b>15,7</b>	<b>16,0</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>34,5</b>	<b>48,5</b>	<b>38,5</b>	<b>44,4</b>	<b>52,0</b>	<b>55,3</b>	<b>60,3</b>

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

<b>Bilanz Dr. Hönle</b>							
in % der Bilanzsumme							
	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11e	2011/12e	2012/13e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	3,4 %	18,6 %	22,9 %	19,5 %	18,5 %	17,4 %	16,0 %
davon übrige imm. VG	2,3 %	4,3 %	4,9 %	3,9 %	3,4 %	3,3 %	3,0 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	1,1 %	14,3 %	18,0 %	15,6 %	15,1 %	14,2 %	13,0 %
Sachanlagen	11,1 %	12,5 %	16,1 %	13,6 %	12,6 %	12,0 %	11,3 %
Finanzanlagen	1,0 %	0,5 %	0,6 %	0,6 %	0,5 %	0,5 %	0,4 %
<b>Anlagevermögen</b>	<b>15,5 %</b>	<b>31,6 %</b>	<b>39,7 %</b>	<b>33,7 %</b>	<b>31,5 %</b>	<b>29,8 %</b>	<b>27,7 %</b>
Vorräte	13,8 %	22,8 %	24,4 %	24,5 %	26,0 %	22,1 %	21,1 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	13,5 %	21,4 %	19,9 %	18,9 %	20,0 %	17,9 %	17,7 %
Sonstige Vermögensgegenstände	5,8 %	5,9 %	7,9 %	7,8 %	5,8 %	5,4 %	5,0 %
Liquide Mittel	51,5 %	18,4 %	8,2 %	15,2 %	16,7 %	24,8 %	28,6 %
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>84,6 %</b>	<b>68,5 %</b>	<b>60,4 %</b>	<b>66,4 %</b>	<b>68,4 %</b>	<b>70,2 %</b>	<b>72,4 %</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	16,0 %	11,4 %	14,3 %	12,4 %	10,6 %	10,0 %	9,1 %
Kapitalrücklage	48,6 %	34,9 %	42,7 %	36,8 %	31,4 %	29,5 %	27,1 %
Gewinnrücklagen	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,0 %	9,3 %	15,2 %	21,8 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	17,4 %	16,7 %	7,4 %	18,1 %	15,4 %	14,5 %	13,2 %
Buchwert	82,1 %	63,1 %	64,5 %	67,3 %	66,8 %	69,2 %	71,1 %
Anteile Dritter	1,7 %	1,7 %	2,1 %	2,0 %	2,7 %	2,5 %	2,3 %
<b>Eigenkapital</b>	<b>83,8 %</b>	<b>64,8 %</b>	<b>66,6 %</b>	<b>69,3 %</b>	<b>69,5 %</b>	<b>71,7 %</b>	<b>73,5 %</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	3,5 %	3,6 %	4,7 %	4,2 %	3,5 %	3,3 %	3,0 %
Rückstellungen gesamt	6,2 %	8,1 %	10,1 %	9,4 %	7,0 %	6,6 %	6,0 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	2,3 %	2,9 %	3,7 %	2,0 %	3,7 %	3,5 %	3,2 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,3 %	11,2 %	6,7 %	6,1 %	6,2 %	5,4 %	5,5 %
Sonstige Verbindlichkeiten	5,4 %	13,1 %	13,1 %	13,3 %	13,7 %	12,9 %	11,8 %
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>16,3 %</b>	<b>35,2 %</b>	<b>33,5 %</b>	<b>30,8 %</b>	<b>30,5 %</b>	<b>28,3 %</b>	<b>26,5 %</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), 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	6,2	5,2	6,4
Abschreibung Anlagevermögen	0,5	0,7	0,8	0,8	1,0	1,0	1,0
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	0,2	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	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>3,5</b>	<b>6,0</b>	<b>-4,6</b>	<b>6,7</b>	<b>7,5</b>	<b>6,4</b>	<b>7,7</b>
Veränderung Vorräte	-0,3	-6,3	1,6	-1,5	-1,6	1,3	-0,5
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,7	-5,7	2,7	-0,7	-1,1	0,5	-0,8
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	4,9	-2,7	0,1	0,5	-0,2	0,3
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	-2,2	1,6	-1,0
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>	<b>-2,9</b>	<b>4,7</b>	<b>5,3</b>	<b>8,0</b>	<b>6,7</b>
CAPEX	-0,9	-0,8	-1,4	-0,9	-1,4	-1,3	-1,5
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	-7,3	-0,1	-0,3	-1,6	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
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>6,2</b>	<b>-8,1</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>-3,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,5</b>
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	-1,7	-1,7
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	1,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-1,7</b>	<b>-3,5</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,7</b>
Veränderung liquide Mittel	7,3	-9,2	-5,9	3,0	1,9	5,0	3,5
<b>Effekte aus Wechselkursänderungen</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>17,8</b>	<b>8,8</b>	<b>3,2</b>	<b>6,7</b>	<b>8,7</b>	<b>13,7</b>	<b>17,2</b>

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
<b>Operative Effizienz</b>							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	80,6 %	88,0 %	103,0 %	88,1 %	82,7 %	84,9 %	83,5 %
Umsatz je Mitarbeiter	197.338	188.934	161.813	206.128	194.030	182.015	192.616
EBITDA je Mitarbeiter	37.647	25.830	-10.000	25.366	33.657	27.484	31.800
EBIT-Marge	16,5 %	11,6 %	-8,8 %	10,2 %	15,3 %	13,1 %	14,6 %
EBITDA / Operating Assets	41,1 %	30,9 %	-13,8 %	30,6 %	42,4 %	36,7 %	41,8 %
ROA	56,4 %	28,5 %	-27,3 %	30,8 %	38,1 %	31,4 %	38,3 %
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Plant Turnover	6,9	8,1	7,2	9,1	10,0	9,2	9,8
Operating Assets Turnover	2,2	2,3	2,2	2,5	2,4	2,4	2,5
Capital Employed Turnover	0,8	1,4	1,6	1,6	1,6	1,4	1,4
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE	14,5 %	17,2 %	-12,4 %	17,8 %	27,2 %	19,2 %	21,2 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	16,7 %	20,3 %	-8,8 %	21,6 %	30,7 %	22,1 %	24,0 %
ROE	10,4 %	13,9 %	-16,3 %	15,0 %	17,3 %	13,1 %	14,4 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	10,7 %	14,5 %	-14,6 %	16,3 %	18,6 %	13,7 %	15,2 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	11,3 %	15,1 %	-14,3 %	17,0 %	20,3 %	15,3 %	16,7 %
ROIC	9,9 %	12,1 %	-12,8 %	13,1 %	15,9 %	12,5 %	13,8 %
<b>Solvanz</b>							
Nettoverschuldung	-17,0	-7,5	-1,8	-5,9	-6,8	-11,8	-15,3
Net Gearing	-58,6 %	-23,9 %	-6,8 %	-19,1 %	-18,7 %	-29,6 %	-34,5 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	3582,8 %	2236,0 %	1813,4 %	3520,5 %	1863,0 %	2044,7 %	2284,3 %
Current ratio	10,9	2,7	2,8	3,3	3,4	3,7	4,1
Acid Test Ratio	5,1	1,4	1,1	1,4	1,6	1,9	2,2
EBITDA / Zinsaufwand	56,9	25,1	0,0	26,9	32,2	n.a.	n.a.
Netto Zinsdeckung	n.a.	n.a.	n.a.	26,9	28,5	n.a.	n.a.
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	1,8	1,5	-4,3	3,8	3,9	6,7	5,2
Free Cash Flow / Umsatz	7,0 %	3,1 %	-9,6 %	6,9 %	5,9 %	10,9 %	7,8 %
Adj. Free Cash Flow	4,3	5,9	-3,7	5,7	9,8	7,7	9,5
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	9,9 %	9,1 %	-8,5 %	8,2 %	11,8 %	9,8 %	10,9 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	60,9 %	34,6 %	103,6 %	82,3 %	61,8 %	128,5 %	81,3 %
Zinserträge / Avg. Cash	5,1 %	4,1 %	1,9 %	0,9 %	0,0 %	1,3 %	1,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	10,9 %	24,0 %	17,5 %	21,9 %	24,9 %	0,0 %	0,0 %
Ausschüttungsquote	65,4 %	28,4 %	0,0 %	27,0 %	22,9 %	26,9 %	25,9 %
<b>Mittelverwendung</b>							
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 %	1,5 %	1,4 %
CAPEX / Abschreibungen	138,5 %	81,6 %	118,1 %	74,4 %	110,0 %	110,0 %	115,8 %
Avg. Working Capital / Umsatz	30,1 %	24,5 %	32,6 %	27,3 %	27,7 %	31,6 %	28,5 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	582,2 %	191,5 %	297,8 %	312,2 %	325,0 %	330,0 %	324,2 %
Inventory processing period (Tage)	66,0	82,7	76,2	72,8	70,2	73,0	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	110	107
<b>Bewertung</b>							
Dividendenrendite	4,2 %	2,6 %	n.a.	2,6 %	3,2 %	3,2 %	3,7 %
P/B	1,8	1,7	2,0	1,7	1,4	1,3	1,2
EV/sales	1,9	1,0	1,1	0,9	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA	9,8	7,4	n.m.	7,3	4,3	4,8	3,7
EV/EBIT	11,4	8,7	n.m.	8,9	4,9	5,5	4,1
EV/FCF	26,9	32,6	n.m.	13,0	12,7	6,6	7,7
P/E	16,4	11,3	n.m.	10,7	7,9	9,5	7,7
P/CF	15,0	8,7	neg.	7,8	7,0	8,2	6,8
Adj. Free Cash Flow Yield	8,8 %	11,9 %	n.a.	11,6 %	20,1 %	17,6 %	23,5 %

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	6,2	5,2	6,4	
+ Abschreibung + Amortisation	0,7	1,0	1,2	1,2	1,3	1,2	1,3	
- Zinsergebnis (netto)	0,6	0,3	-0,1	-0,2	-0,4	0,2	0,2	
+ Steuern	1,8	1,3	0,0	0,5	2,8	2,4	2,9	
- 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	
<b>= Adjustierter Free Cash Flow</b>	<b>4,3</b>	<b>5,9</b>	<b>-3,7</b>	<b>5,7</b>	<b>9,8</b>	<b>7,7</b>	<b>9,5</b>	
Adjustierter Free Cash Flow Yield	8,8%	11,9%	-7,4%	11,6%	20,1%	17,6%	23,5%	
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
<b>= Enterprise Value</b>	<b>49,3</b>	<b>49,3</b>	<b>49,3</b>	<b>49,3</b>	<b>48,8</b>	<b>43,8</b>	<b>40,3</b>	
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>43,4</b>	<b>58,6</b>	-	<b>57,2</b>	<b>98,3</b>	<b>77,1</b>	<b>94,7</b>	
- Nettoverschuldung (Cash)	-5,9	-5,9	-5,9	-5,9	-6,7	-11,7	-15,3	
- 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	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>46,5</b>	<b>61,7</b>	-	<b>60,3</b>	<b>101,8</b>	<b>85,6</b>	<b>106,8</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>8,43</b>	<b>11,19</b>	-	<b>10,93</b>	<b>18,46</b>	<b>15,53</b>	<b>19,37</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %	-11,3%	17,8%	-	15,1%	94,4%	63,5%	103,9%	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	13,0%	6,61	8,74	-	8,54	14,35	12,30	15,41
	12,0%	7,12	9,42	-	9,21	15,49	13,20	16,51
Fairer	11,0%	7,71	10,22	-	9,99	16,84	14,26	17,81
Free Cash Flow	<b>10,0%</b>	<b>8,43</b>	<b>11,19</b>	-	<b>10,93</b>	<b>18,46</b>	<b>15,53</b>	<b>19,37</b>
Yield	9,0%	9,30	12,37	-	12,09	20,45	17,08	21,28
	8,0%	10,39	13,84	-	13,53	22,92	19,03	23,67
	7,0%	11,80	15,74	-	15,38	26,10	21,52	26,74

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

**DCF Modell - Dr. Hönle**

Angaben in Mio. EUR	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Umsatz	65,0	61,0	66,5	69,1	71,2	73,3	75,5	77,8	80,1	82,5	84,2	85,9	87,1	88,5
Veränderung	19,0%	-6,2%	9,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	1,5%	1,5%
EBIT	10,0	8,0	9,7	9,7	9,6	9,5	9,4	9,7	10,0	10,3	10,5	10,7	10,9	11,1
EBIT-Marge	15,3%	13,1%	14,6%	14,0%	13,5%	13,0%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Steuerquote	23,5%	29,5%	29,4%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
NOPAT	7,6	5,6	6,8	6,9	6,8	6,8	6,7	6,9	7,1	7,3	7,5	7,6	7,7	7,8
Abschreibungen	1,3	1,2	1,3	1,4	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8
in % vom Umsatz	2,0%	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	-4,1	1,6	-1,0	0,1	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4
- Investitionen	-1,4	-1,3	-1,5	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5	-1,6	-1,6	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,8
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	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Free Cash Flow (WACC-Modell)	2,8	6,5	5,1	6,4	5,7	5,7	5,6	5,8	6,0	6,2	6,5	6,7	6,9	7,0

**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)**

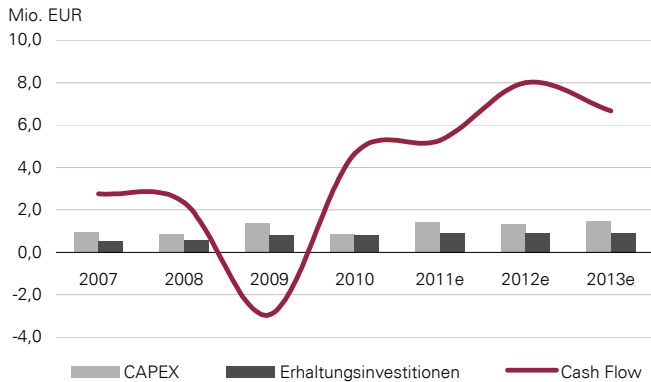
Barwerte bis 2024	45,4		
Terminal Value	23,6		
Verbindlichkeiten	-6,2		
Liquide Mittel	10,7	Aktienzahl (Mio.)	5,51
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>73,5</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>13,33</b>

**Sensitivität Wert je Aktie (EUR)**

Ewiges Wachstum								Delta EBIT-Marge							
WACC	0,75%	1,00%	1,25%	<b>1,50%</b>	1,75%	2,00%	2,25%	WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	<b>0,0</b>	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,00%	11,80	11,88	11,96	12,05	12,14	12,24	12,34	11,00%	10,50	11,01	11,53	12,05	12,56	13,08	13,59
10,50%	12,36	12,45	12,55	12,65	12,76	12,87	13,00	10,50%	11,02	11,56	12,11	12,65	13,19	13,74	14,28
10,25%	12,66	12,76	12,87	12,98	13,10	13,22	13,36	10,25%	11,30	11,86	12,42	12,98	13,54	14,09	14,65
<b>10,00%</b>	12,98	13,09	13,20	<b>13,33</b>	13,46	13,59	13,74	<b>10,00%</b>	11,61	12,18	12,75	<b>13,33</b>	13,90	14,47	15,05
9,75%	13,32	13,43	13,56	13,69	13,84	13,99	14,15	9,75%	11,92	12,51	13,10	13,69	14,29	14,88	15,47
9,50%	13,67	13,80	13,94	14,09	14,24	14,41	14,59	9,50%	12,26	12,87	13,48	14,09	14,69	15,30	15,91
9,00%	14,45	14,61	14,77	14,95	15,14	15,34	15,56	9,00%	13,01	13,66	14,30	14,95	15,60	16,24	16,89

Quelle: Warburg Research

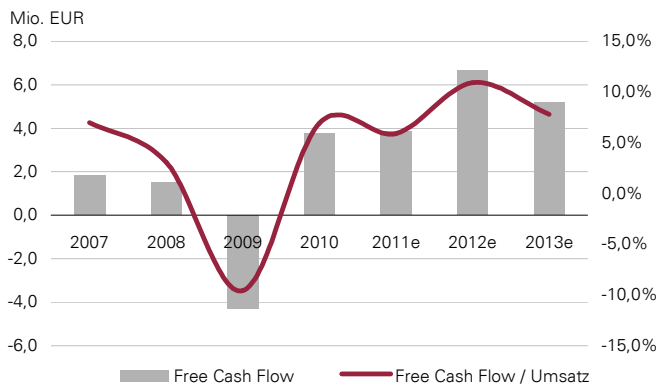
**Investitionen und Cash Flow - Dr. Höhle**



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

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

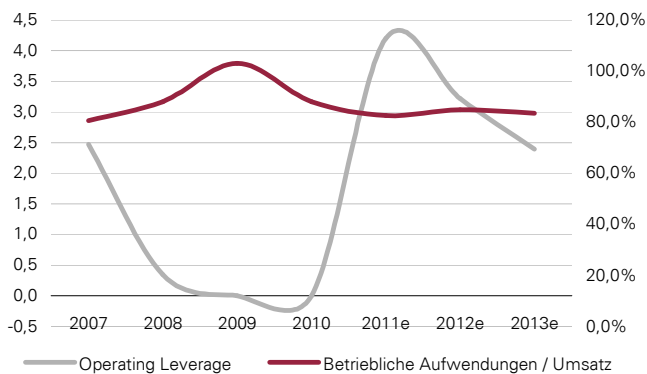
**Free Cash Flow Generation - Dr. Höhle**



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

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

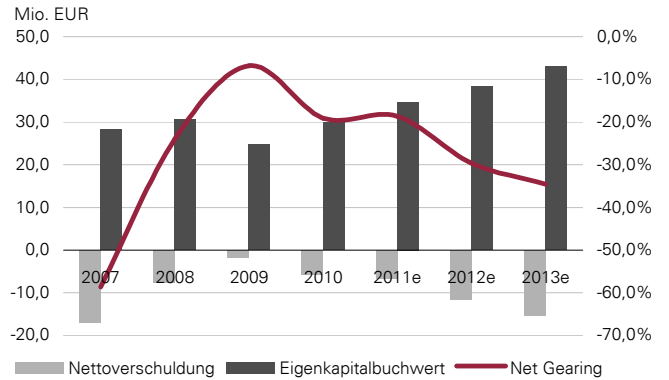
**Operating Leverage - Dr. Höhle**



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

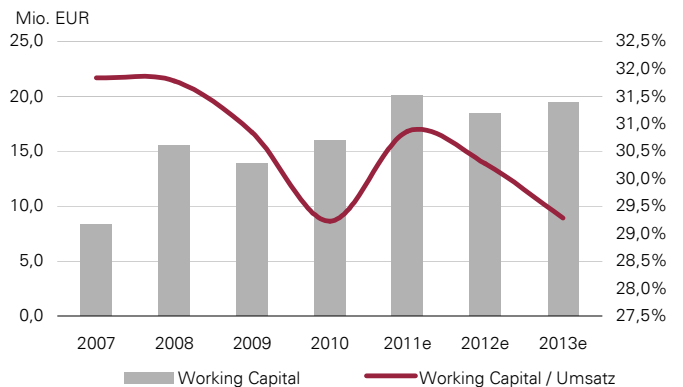
**Bilanzqualität - Dr. Höhle**



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

- Nettoliquidität '07//08 durch Akquisitionen reduziert
- Weitere Akquisition im GJ 2010/11
- Positiver FCF erhöht Nettoliquidität stärker ab 2011/12

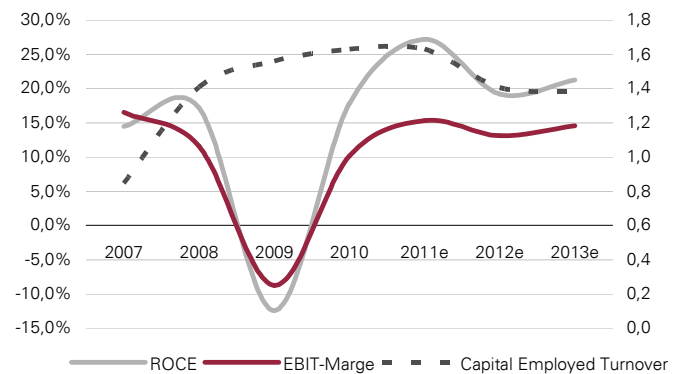
**Working Capital - Dr. Höhle**



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

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

**ROCE Entwicklung - Dr. Höhle**



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

- Übernommene Unternehmen verwässerten EBIT-Marge und ROCE
- Deutlich erhöhter Capital-Emloyed-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.

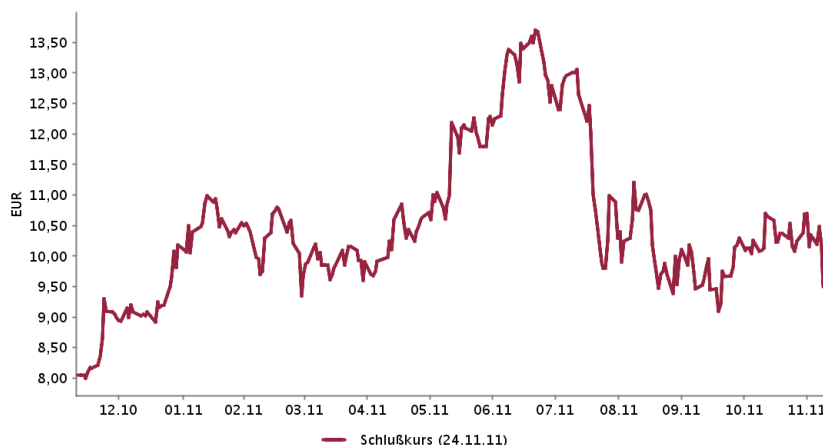
M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	128	71%
Halten	45	25%
Verkaufen	5	3%
Empf. ausgesetzt	2	1%
<b>Gesamt</b>	<b>180</b>	

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	105	73%
Halten	36	25%
Verkaufen	1	1%
Empf. ausgesetzt	2	1%
<b>Gesamt</b>	<b>144</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
Dr. Hönle AG am 25.11.11**



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](http://www.warburg-research.com)

Tel.: +49 40 309537-0 | Fax: +49 40 309537-110 | [info@warburg-research.com](mailto:info@warburg-research.com)



WARBURG RESEARCH

<b>Christian Bruns</b> Head of Research	+49 40 309537-253 <a href="mailto:cbruns@warburg-research.com">cbruns@warburg-research.com</a>	<b>Henner Rüschemier</b> Head of Research	+49 40 309537-270 <a href="mailto:hrueschmeier@warburg-research.com">hrueschmeier@warburg-research.com</a>
<b>Christian Cohrs</b>	+49 40 309537-175 <a href="mailto:ccohrs@warburg-research.com">ccohrs@warburg-research.com</a>	<b>Thomas Rau</b>	+49 40 309537-220 <a href="mailto:trau@warburg-research.com">trau@warburg-research.com</a>
<b>Felix Ellmann</b>	+49 40 309537-120 <a href="mailto:fellmann@warburg-research.com">fellmann@warburg-research.com</a>	<b>Jochen Reichert</b>	+49 40 309537-130 <a href="mailto:jreichert@warburg-research.com">jreichert@warburg-research.com</a>
<b>Jörg Philipp Frey</b>	+49 40 309537-258 <a href="mailto:jfrey@warburg-research.com">jfrey@warburg-research.com</a>	<b>Christopher Rodler</b>	+49 40 309537-290 <a href="mailto:crodler@warburg-research.com">crodler@warburg-research.com</a>
<b>Ulrich Huwald</b>	+49 40 309537-255 <a href="mailto:uhuwald@warburg-research.com">uhuwald@warburg-research.com</a>	<b>Malte Schaumann</b>	+49 40 309537-170 <a href="mailto:mschaumann@warburg-research.com">mschaumann@warburg-research.com</a>
<b>Thilo Kleibauer</b>	+49 40 309537-257 <a href="mailto:tkleibauer@warburg-research.com">tkleibauer@warburg-research.com</a>	<b>Susanne Schwartz</b>	+49 40 309537-155 <a href="mailto:sschwartz@warburg-research.com">sschwartz@warburg-research.com</a>
<b>Torsten Klingner</b>	+49 40 309537-260 <a href="mailto:tklingner@warburg-research.com">tklingner@warburg-research.com</a>	<b>Oliver Schwarz</b>	+49 40 309537-250 <a href="mailto:oschwarz@warburg-research.com">oschwarz@warburg-research.com</a>
<b>Eggert Kuls</b>	+49 40 309537-256 <a href="mailto:ekuls@warburg-research.com">ekuls@warburg-research.com</a>	<b>Marc-René Tonn</b>	+49 40 309537-259 <a href="mailto:mtonn@warburg-research.com">mtonn@warburg-research.com</a>
<b>Frank Laser</b>	+49 40 309537-235 <a href="mailto:flaser@warburg-research.com">flaser@warburg-research.com</a>	<b>Björn Voss</b>	+49 40 309537-254 <a href="mailto:bvoss@warburg-research.com">bvoss@warburg-research.com</a>
<b>Malte Räter</b>	+49 40 309537-185 <a href="mailto:mraether@warburg-research.com">mraether@warburg-research.com</a>	<b>Andreas Wolf</b>	+49 40 309537-140 <a href="mailto:awolf@warburg-research.com">awolf@warburg-research.com</a>
<b>Andreas Pläsier</b>	+49 40 309537-246 <a href="mailto:aplaesier@warburg-research.com">aplaesier@warburg-research.com</a>	<b>Stephan Wulf</b>	+49 40 309537-150 <a href="mailto:swulf@warburg-research.com">swulf@warburg-research.com</a>
<b>Björn Blunck</b> Business Support	+49 40 309537-160 <a href="mailto:bblunck@warburg-research.com">bblunck@warburg-research.com</a>	<b>Markus Pähler</b> Business Support	+49 40 309537-221 <a href="mailto:mpaehler@warburg-research.com">mpaehler@warburg-research.com</a>
<b>Daniel Bonn</b> Business Support	+49 40 309537-205 <a href="mailto:dbonn@warburg-research.com">dbonn@warburg-research.com</a>	<b>Claudia Vedder</b> Business Support	+49 40 309537-105 <a href="mailto:cvedder@warburg-research.com">cvedder@warburg-research.com</a>
<b>Annika Boysen</b> Business Support	+49 40 309537-202 <a href="mailto:aboysen@warburg-research.com">aboysen@warburg-research.com</a>	<b>Katrin Wauker</b> Business Support	+49 40 309537-200 <a href="mailto:kwauker@warburg-research.com">kwauker@warburg-research.com</a>

## M.M. Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg | [www.mmwarburg.com](http://www.mmwarburg.com)

Tel.: +49 40 3282-0 | Fax: +49 40 3618-1000 | [info@mmwarburg.com](mailto:info@mmwarburg.com)



M. M. WARBURG & CO

1798

<b>Oliver Merckel</b> Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 <a href="mailto:omerckel@mmwarburg.com">omerckel@mmwarburg.com</a>	<b>Holger Nass</b> Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 <a href="mailto:hnass@mmwarburg.com">hnass@mmwarburg.com</a>
<b>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 40 3282-2668 <a href="mailto:tstruve@mmwarburg.com">tstruve@mmwarburg.com</a>	<b>Christian Alisch</b> Equity Sales	+49 40 3282-2667 <a href="mailto:calisch@mmwarburg.com">calisch@mmwarburg.com</a>
<b>Gudrun Bolsen</b> Sales Trading	+49 40 3282-2679 <a href="mailto:gbolsen@mmwarburg.com">gbolsen@mmwarburg.com</a>	<b>Cynthia Chavanon</b> Equity Sales	+49 40 3282-2630 <a href="mailto:cchavanon@mmwarburg.com">cchavanon@mmwarburg.com</a>
<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 40 3282-2701 <a href="mailto:bquast@mmwarburg.com">bquast@mmwarburg.com</a>	<b>Robert Conredel</b> Equity Sales	+49 40 3282-2633 <a href="mailto:rconredel@mmwarburg.com">rconredel@mmwarburg.com</a>
<b>Patrick Schepelmann</b> Sales Trading	+49 40 3282-2700 <a href="mailto:pschepelmann@mmwarburg.com">pschepelmann@mmwarburg.com</a>	<b>Matthias Fritsch</b> Equity Sales	+49 40 3282-2696 <a href="mailto:mfritsch@mmwarburg.com">mfritsch@mmwarburg.com</a>
<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 40 3282-2658 <a href="mailto:jtreptow@mmwarburg.com">jtreptow@mmwarburg.com</a>	<b>Michael Kriszun</b> Equity Sales	+49 40 3282-2695 <a href="mailto:mkriszun@mmwarburg.com">mkriszun@mmwarburg.com</a>
<b>Andrea Carstensen</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2632 <a href="mailto:acarstensen@mmwarburg.com">acarstensen@mmwarburg.com</a>	<b>Marc Niemann</b> Equity Sales	+49 40 3282-2660 <a href="mailto:mniemann@mmwarburg.com">mniemann@mmwarburg.com</a>
<b>Kerstin Tscherner</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2703 <a href="mailto:ktscherner@mmwarburg.com">ktscherner@mmwarburg.com</a>	<b>Dirk Rosenfelder</b> Equity Sales	+49 40 3282-2692 <a href="mailto:drosenfelder@mmwarburg.com">drosenfelder@mmwarburg.com</a>
<b>Katharina Bruns</b> Roadshow / Marketing	+49 40 3282-2694 <a href="mailto:kbruns@mmwarburg.com">kbruns@mmwarburg.com</a>	<b>Marco Schumann</b> Equity Sales	+49 40 3282-2665 <a href="mailto:mschumann@mmwarburg.com">mschumann@mmwarburg.com</a>
		<b>Julian Straube</b> Equity Sales	+49 40 3282-2666 <a href="mailto:jstraube@mmwarburg.com">jstraube@mmwarburg.com</a>
		<b>Philipp Stumpfegger</b> Equity Sales	+49 40 3282-2635 <a href="mailto:pstumpfegger@mmwarburg.com">pstumpfegger@mmwarburg.com</a>