

Dr. Höhle AG

# Extrem günstig „dank“ Manroland-Insolvenz

Selbst bei vorsichtiger Schätzung beträgt das aktuelle KGV lediglich 8,4 und die Rendite über 5%

Analyst: Matthias Wahler

In mittlerweile elf Börsenjahren hat sich die Dr. Höhle AG gewaltig verändert. Aus dem zum Zeitpunkt des IPO noch weitgehend unbekanntem Unternehmen mit lediglich 14 Mio. Euro Umsatz wurde einer der weltweit führenden Systemanbieter im Bereich UV-Technologie, der in 20 Ländern vertreten ist und fast 70 Mio. Euro erwirtschaftet.

Viel beigetragen haben dazu die insgesamt fünf Akquisitionen, die die Münchner in den letzten drei Jahren gestemmt haben. Damit hat Dr. Höhle das Produktspektrum sukzessive ergänzt und verbreitert und vor allem die Kundenstruktur diversifiziert.

## Kerngeschäft Farb- und Lacktrocknung

Das Kerngeschäft von Höhle ist nach wie vor die Farb- und Lacktrocknung, die unter anderem in der Druckindustrie und bei der Produktion von LCD-Bildschirmen oder DVDs zum Einsatz kommt. Mit UV-Licht geht dies schneller, umweltfreundlicher und günstiger als mit der herkömmlichen thermischen Trocknung.

Dieses Geschäft wurde mit der Übernahme des Bogenoffset-Spezialisten Eltosch und der auf den Rollenoffset-Bereich ausgerichteten PrintConcept GmbH noch verstärkt. Die Druckindustrie wurde damit zum größten Abnehmer von Höhle, was zuletzt gewisse Probleme verursachte – aber dazu später mehr.

Das zweite Standbein der UV-Spezialisten ist die Klebstoff- und Kunststoffhärtung. Hier lässt sich als Beispiel die Verklebung von Handys nennen, die sich mittels UV-Einsatz viel schneller bewerkstelligen lässt als mit der gewohnten Warmluft- oder Infrarot-Trocknung. Außerdem können je nach Wunsch transparent, farblos oder farbig eingestellt werden. Akquisitionobjekt Nummer drei, die Panacol-Gruppe, wurde inzwischen innerhalb des Konzerns zum Kompetenzzentrum für High-Tech-Klebstoffe ausgebaut.

## Finanzkrise schnell überwunden

Das Timing für diese drei Akquisitionen war allerdings denkbar schlecht. So musste das nach seinem Gründer benannte Unternehmen im Geschäftsjahr 2008/09 (bis 30.9.) nicht nur die schwere Wirtschaftskrise bewältigen, sondern parallel noch die Integration der neu erworbenen Gesellschaften schultern, was zusätzlich einen erheblichen Aufwand bedeutete. Dies wirkte sich sehr nachteilig auf die Ergebnisentwicklung aus. Infolge des Umsatzeinbruchs sowie der Sonderbelastungen durch die Restrukturierung rutschte das Ergebnis tief ins Minus und Höhle in eine ernste Krise.

Dies ist aber lange Vergangenheit. Mit der deutlichen Absenkung der Gewinnschwelle durch eine Restrukturierung gelang schnell die Rückkehr in die schwarzen Zahlen. Insofern ist die Wirtschaftskrise im Nachhinein schon fast positiv zu werten – die Kosteneinsparungsmaßnahmen wären sonst wohl nicht so konsequent umgesetzt worden. Bereits im folgenden Jahr waren die Verluste wieder komplett aufgeholt und im Geschäftsjahr 2010/11 glänzte Höhle mit Rekordzahlen, die sogar unsere hohen Erwartungen noch übertrafen. Selbst die zweimal erhöhte eigene Prognose haben die Münchner noch getoppt!

## Geschäftsjahr 2010/11 beschert Rekordgewinn

Nach den vorläufigen Zahlen kletterte der Umsatz um 24 Prozent auf 67,9 (Vj. 54,6) Mio. Euro und damit weit stärker, als wir erwartet hatten. Zu diesem Erfolg trugen beide Bereiche gleichermaßen bei. Das Betriebsergebnis verdoppelte sich auf 11,3 (5,5) Mio. Euro und das Konzernergebnis stieg auf 7,7 (4,8) Mio. Euro, was einem Gewinn je Aktie von 1,32 (0,89) Euro entspricht. Ein solches Ergebnisniveau hatten wir erst in einigen Jahren erwartet. Die Aktionäre sollen an dem Erfolg beteiligt werden. Der nächsten Hauptversammlung, die am 22.3. stattfinden soll, wird eine Anhebung der Dividende auf 0,50 (0,30) Euro vorgeschlagen.

Dr. Höhle AG, ISIN DE0005157101



Hoch/Tief 52 W.	Aktienzahl	Börsenwert
13,71/8,35 €	5.512.930	52,1 Mio. €

Unter www.neben-effekten.de veröffentlicht am 15.12.2011

Kennzahlen			
	2009/10	2010/11	2011/12e
Umsatz:	54,6 Mio. €	67,9 Mio. €	71 Mio. €*
Nettoergebnis:	4,8 Mio. €	7,7 Mio. €	6,6 Mio. €*
Erg./Aktie:	0,89 €	1,32 €	1,13 €*
KGV:	10,6	7,2	8,4*
Dividende:	0,30 €	0,50 €	0,50 €*
Div.rendite:	3,2%	5,3%	5,3%*

\*Quelle: Schätzung GSC Research

Nächste Hauptversammlung: 22.03.2012

Bilanzzahlen wurden bisher noch nicht veröffentlicht. Für unsere Analyse greifen wir deshalb auf den Neunmonatsbericht zurück – seither hat sich die Situation ja eher noch verbessert. Mit einer Eigenkapitalquote von nahezu 70 Prozent war die Finanzierung zu diesem Zeitpunkt ausgesprochen solide und die liquiden Mittel lagen mit 9,9 (6,7) Mio. Euro erheblich über dem Vergleichswert, obwohl in diesem Zeitraum zwei Übernahmen finanziert wurden. Die Eigenkapitalquote soll trotz weiterer Wachstumsavancen dauerhaft nicht unter 50 Prozent sinken, weshalb Vorstand und Aufsichtsrat etwas Zurückhaltung bei der Dividendenzahlung üben. Die Ausschüttungsquote beträgt nur 38 Prozent, was aber bereits eine attraktive Dividende von 5,3 Prozent bedeutet.

### Akquisitionen stärken die Aufstellung

Neu ins Zahlenwerk einbezogen hat Hönle ab Januar 2011 die UV Technik Speziallampen GmbH (UVTS), an der 51 Prozent erworben wurden mit der Option einer Aufstockung auf 100 Prozent. Damit steigen die Münchner nun in den Markt für Wasserentkeimung ein und ergänzen das Produktspektrum weiter. UVTS bietet eine breite Palette von UV-Strahlern und Komponenten für die Wasserentkeimung mittels ultravioletter Strahlung, die ohne Chemie funktioniert und damit umweltfreundlicher ist als herkömmliche Verfahren. Zuletzt erwirtschaftete das Unternehmen mit 60 Mitarbeitern einen Umsatz von 6,5 Mio. Euro und ein positives Ergebnis. Zusätzliches Potenzial wird sich in den kommenden Jahren durch die Hebung von Synergien ergeben.

Im Juli 2011 realisierte Hönle mit der Mitronic GmbH die Akquisition Nummer fünf. Auch hier übernahm man zunächst 51 Prozent und ein Anrecht auf Erwerb der restlichen Anteile. Mit diesem Zukauf stärkten die UV-Spezialisten die Marktstellung im bisher noch recht kleinen Segment Sonnenlichtsimulation und ergänzten das Portfolio zusätzlich um die neue Sparte Lichttechnik. Mitronic erzielt mit 30 Mitarbeitern aktuell einen Umsatz von 4 Mio. Euro. Für 2012 werden 4,5 bis 5 Mio. Euro Umsatz sowie ein EBIT zwischen 0,3 und 0,5 Mio. Euro angepeilt.

Das Angebot von Mitronic umfasst vor allem Sonnenlichtsimulationsanlagen und Beleuchtungseinrichtungen für Crashtests. Die größten Abnehmer sind Unternehmen aus der Automobilindustrie, womit Hönle eine große neue

Kundengruppe erschließt und die Kundenstruktur weiter diversifiziert. In der Sonnensimulation lieferte Hönle bislang vor allem an die Photovoltaikindustrie.

### Belastung durch Manroland-Insolvenz

Die Verbreiterung der Kundenbasis werten wir sehr positiv – zumal die jüngste Meldung über die Insolvenz von Manroland nochmals deutlich macht, wie wichtig es für Hönle ist, die starke Ausrichtung auf die Druckindustrie zu verringern. Die Manroland AG war der größte Kunde von Hönle und steuerte etwa 10 Mio. Euro zum Umsatz bei. Beliefert wurde der Druckmaschinenhersteller insbesondere mit Trocknungssystemen für Bogenoffset-Druckmaschinen.

Die Insolvenz wird sicher nicht ohne Auswirkungen auf Hönle bleiben. Allerdings entfällt auf diesen Kunden vor allem margenschwaches Geschäft. Überdies geht der Geschäftsbetrieb bei Manroland vorerst weiter, so dass zunächst nicht viel zu spüren sein dürfte. Als größte Gefahr sehen wir, dass die 1,4 Mio. Euro an offenen Forderungen zu einem guten Teil wertberichtigt werden müssen, was im laufenden Jahr auf das Ergebnis drücken wird.

### Auswirkungen auf Aktienkurs stark übertrieben

Vorsichtshalber gehen wir in unseren Berechnungen außerdem davon aus, dass der Umsatz zur Hälfte wegfällt – damit fehlen in diesem Jahr rund 5 Mio. Euro. Ein gegenläufiger Effekt in etwa der gleichen Höhe ergibt sich jedoch durch die erstmalige volle Einbeziehung der beiden neu akquirierten Unternehmen. Nachdem sich die Auftragseingänge bislang sehr stabil entwickeln, sollte Hönle überdies ein gewisses organisches Wachstum erreichen. Die Größenordnung taxieren wir mit Blick auf die unsichere konjunkturelle Lage allerdings nur im unteren einstelligen Prozentbereich. Mögliche Effekte aus weiteren Akquisitionen, die fest in die Strategie mit eingeplant sind, lassen wir bei der Betrachtung außen vor.

Weiterhin gehen wir davon aus, dass durch die fortschreitende Integration der neu akquirierten Unternehmen insgesamt die Profitabilität in der Gruppe steigt – dies war in den vergangenen Jahren regelmäßig der Fall. Der Gewinn dürfte sich deshalb nicht so gravierend vermindern, wie dies offenbar viele Anleger befürchten: Als Reaktion auf die Insolvenzmeldung büßte die Aktie immerhin 15 Prozent an Wert ein.

Die Verunsicherung führte so zu einer extrem günstigen Bewertung, die Sie nutzen sollten. Schließlich ist Hönle unverändert eine grundsolide Firma, in der alle Töchter profitabel arbeiten und die mittlerweile so breit diversifiziert ist, dass der Ausfall dieses einen Kunden lediglich eine kleine Delle im Wachstumstrend darstellen wird.

Empfehlung:		KAUFEN
Kurs 12.12.2011	Potenzial	Risiko
9,45 €	13,00 €	gering