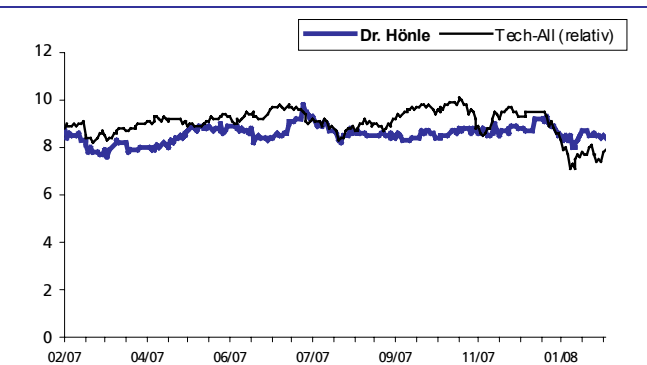


Kaufen Risiko: **Kursziel: EUR 11,50**
(alt: Kaufen) mittel

Exzellentes Q1

Bloomberg: HNL GR Kurs: EUR 8,40
Reuters: HNLG.DE Tech-AS: 962,31
ISIN: DE0005157101
Internet: www.hoenle.de
Segment: Prime Standard
Branche: UV-Technologie



Kursdaten: Bloomberg 13.02.2008 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 10,00/ EUR 7,41
Marktkapitalisierung: EUR 45,70 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 35,31 Mio.
Aktienzahl: 5,44 Mio.

Aktionäre: Free Float 73,0%
Pro-Beam GmbH 8,2%
J. Vits 6,4%
Prof. Höhle 4,0%
Scherzer & Co. 3,1%
Eigene Anteile 5,3%

Termine: Hauptversammlung 29.02.2008
Q2-Bericht 15.05.2008
Q3-Bericht 14.08.2008

Analyse: SES Research

Veröffentlichung: 14.02.2008
Malte Schaumann (Analyst) +49-(0)40 309537-170

Institutionelle Kundenbetreuung: M.M.Warburg & CO

Barbara C. Effler (Head of Equities) +49-(0)40 3282-2636
Institutional Equity Sales
Christian Alisch +49-(0)40 3282-2667
Florian Bender +49 (0)40 3282 2633
Thomas Dinges +49-(0)40 3282-2635
Matthias Fritsch +49-(0)40 3282-2696
Dr. James F. Jackson +49-(0)40 3282-2664
Oliver Jürgens +49-(0)40 3282-2666
Benjamin Kassen +49-(0)40 3282-2630
Marina Konzog +49-(0)40 3282-2669
Linn Lenné +49-(0)40 3282-2695
Dirk Rosenfelder +49-(0)40 3282-2692
Marco Schumann +49-(0)40 3282-2665
Andreas Wessel +49-(0)40 3282-2663
Sales Trading
Oliver Merckel +49-(0)40 3282-2634
Thekla Struve +49-(0)40 3282-2668
Gudrun Bolsen +49-(0)40 3282-2679
Patrick Schepelmann +49-(0)40 3282-2700
Jörg Treptow +49-(0)40 3282-2658
Sales Assistance
Andrea Carstensen +49 (0)40 3282 2632
Wiebke Möller +49-(0)40 3282-2703

Die von Dr. Höhle vorgelegten **Q1-Zahlen liegen klar oberhalb unserer Erwartungen**. Das Nettoergebnis wurde zusätzlich durch eine geringe Steuerquote von knapp 27% stimuliert.

1. Quartal 2007/08				
	berichtet	Prognose	Delta	Vorjahreswert
Umsatz	7,3	6,3	16,11%	5,6
EBIT	1,4	0,9	62,35%	0,6
Marge	18,96%	13,56%		11,25%
Nettoerg.	1,1	0,6	86,67%	0,5
Marge	15,38%	9,57%		8,39%
EpA	0,21	0,11	90,91%	0,09
EpA in €, andere Angaben in Mio. €				

Die positive Umsatzentwicklung wurde im Vergleich zum Vorjahr vor allem durch eine **Umsatzverdoppelung** auf knapp EUR 2,4 Mio. in **Regionen außerhalb Europas** stimuliert. Insbesondere **verzeichneten UV-Systeme für Inkjet-Applikationen eine hohe Nachfrage**. Hier profitiert Dr. Höhle wie auch im übrigen Druck-Bereich von steigenden Anteilen von UV-Technologie in den Druckprozessen. Insgesamt ist die unterjährige Entwicklung bei Dr. Höhle von größeren Aufträgen geprägt, die zu hohen Volatilitäten von Quartal zu Quartal führen können. Vor diesem Hintergrund ändern wir unsere Gesamtjahreserwartungen derzeit nicht.

Seit Jahresbeginn werden die im Dezember 2007 übernommenen Panacol (jährlicher Umsatz ca. EUR 14 Mio.) und PrintConcepts (EUR 3,5 Mio.) konsolidiert. Dies führt zu einem **deutlichen Wachstum der Konzern Erlöse auf mehr als EUR 10 Mio. pro Quartal ab Q2**. Die Konsolidierung führt zu einer leichten Verwässerung der EBIT-Margen, allerdings auf einem hohen Niveau von rund 15% (nach Verwässerung).

Geschäftsjahresende	09/05	09/06	09/07	09/08e	09/09e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 8,40 EUR					
Umsatz	22,8	23,7	26,2	40,0	46,6
Rohtragsmarge	65,8%	67,6%	66,7%	66,1%	65,9%
EBITDA	4,0	4,0	5,0	7,0	8,0
EBITDA-Marge	17,6%	17,0%	18,9%	17,5%	17,1%
EBIT	3,5	3,4	4,3	6,1	6,9
EBIT-Marge	15,4%	14,5%	16,5%	15,2%	14,8%
Nettoergebnis	2,6	2,8	3,0	4,1	4,8
Ergebnis je Aktie	0,49	0,51	0,55	0,76	0,88
Cash-Flow je Aktie	-0,03	0,20	0,48	0,61	0,63
Dividende je Aktie	0,30	0,30	0,40	0,45	0,50
Dividendenrendite	3,6%	3,6%	4,8%	5,4%	6,0%
EV/Umsatz	1,55	1,49	1,35	0,88	0,76
EV/EBITDA	8,78	8,79	7,11	5,05	4,42
EV/EBIT	10,02	10,31	8,14	5,81	5,11
KGV	17,14	16,47	15,27	11,05	9,55
ROCE	11,6%	11,2%	13,8%	17,9%	18,9%
Adj. Free Cash Flow Yield	10,3%	9,6%	12,8%	17,7%	20,2%



Dr. Hönle hat den Ausblick für 2008 weiter konkretisiert. Das Unternehmen erwartet ein Umsatzwachstum von 60%, was einem Erlösniveau von EUR 42 Mio. entsprechen würde. Das EBIT soll um 40% gesteigert werden. Der nur unterproportionale Anstieg resultiert aus der leichten Margenverwässerung durch Panacol und PrintConcepts. Die **EBIT-Prognose trifft damit exakt unsere Erwartung von knapp EUR 6,1 Mio.** Damit erwartet das Unternehmen eine etwas stärkere Verwässerung der Margen. Wir halten Hoenle jedoch auch inkl. der Akquisitionen für in der Lage, ein EBIT im Bereich von 15% zu erzielen. Die kommende Berichterstattung erhöht hier die Visibilität. Ungeachtet dessen verdeutlicht ein **ROCE von rund 18%** die hohe Qualität des Unternehmens.

Das hohe organische und konsolidierungsbedingte Wachstum führt zu einem positiven operativen News-Flow im weiteren Jahresverlauf. Beeinträchtigungen durch die Mai/Juni 2008 stattfindende Druckmesse Drupa sind bislang nicht zu erkennen, können aber zu Verschiebungen auf Quartalsbasis führen.

Das **Kursziel** lautet weiterhin **EUR 11,50**, auf Basis eines DCF-Modells. Der FCF-Yield signalisiert Aufwärtspotenzial bis auf EUR 12,50 basierend auf 2008. Das cash-bereinigte KGV liegt bei rund 8,2 für das laufende Jahr. Eine Dividendenrendite von knapp 5% sollte die Abwärtsrisiken limitieren. Das **Rating Kaufen** wird unverändert beibehalten.

Kennzahlen (Dr. Hönle)

GuV (in Mio. EUR)	2006	2007e	2008e	2009e	Kursdaten	
Umsatz	23,7	26,2	40,0	46,6	Kurs (EUR)	8,40
Gesamtleistung	24,3	26,5	40,4	46,8	Marktkap. (Mio. EUR)	46
Materialaufwand	8,2	9,0	13,9	16,2	Enterprise Value (Mio. EUR)	35
Rohrertrag	16,0	17,5	26,5	30,7		
Personalkosten	7,2	7,5	11,8	13,7	Aktienkennzahlen	
Sonstiger betrieblicher Aufwand	4,7	5,1	7,7	9,0	Ergebnis je Aktie (EUR)	2006 2007e 2008e 2009e
EBITDA	4,0	5,0	7,0	8,0	Umsatz je Aktie (EUR)	4,36 4,83 7,37 8,57
Abschreibungen	0,6	0,6	0,9	1,1	Free-Cash-Flow je Aktie (EUR)	0,20 0,48 0,61 0,63
- davon Goodwill-Abschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0	Dividende je Aktie (EUR)	0,30 0,40 0,45 0,50
EBIT	3,4	4,3	6,1	6,9	Bewertungskennzahlen	
Finanzergebnis	0,6	0,6	0,5	0,5	2006 2007e 2008e 2009e	
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	KGV	16,33 15,15 11,08 9,55
EBT	4,0	5,0	6,6	7,4	KUV	1,93 1,74 1,14 0,98
Steuern	1,3	1,7	2,1	2,2	EV/SALES	1,49 1,35 0,88 0,76
Nettoergebnis vor Minoritäten	2,8	3,2	4,5	5,2	EV/EBITDA	8,79 7,11 5,05 4,42
Nettoergebnis	2,8	3,0	4,1	4,8	EV/EBIT	10,31 8,14 5,81 5,11
Ausschüttung	1,6	2,2	2,4	2,7	KBV	1,71 1,62 1,52 1,41
					Dividendenrendite	3,6% 4,8% 5,4% 6,0%
Cash-Flow	2006	2007e	2008e	2009e	Aktienanzahl (Mio.)	2006 2007e 2008e 2009e
Operativer Cash-Flow	3,4	3,6	5,0	5,8	Stammaktien ausstehend	5,43 5,43 5,43 5,43
Free-Cash-Flow	1,1	2,6	3,3	3,4	Vorzugsaktien ausstehend	
Investitionen	1,3	0,7	1,1	1,2		
Bilanz (Mio. EUR)	2006	2007e	2008e	2009e	Rentabilität	2006 2007e 2008e 2009e
Sachanlagen	3,7	3,8	5,7	5,8	EBITDA / Umsatz	17,0% 18,9% 17,5% 17,1%
Immat. Vermögen	1,0	1,1	3,8	3,8	EBIT / Umsatz	14,5% 16,5% 15,2% 14,8%
Net Working Capital	7,4	7,8	12,0	13,3	EBT / Umsatz	17,0% 18,9% 16,4% 16,0%
Umlaufvermögen	21,1	22,7	28,4	30,4	Nettoergebnis / Umsatz	11,8% 11,5% 10,3% 10,3%
Liquide Mittel	10,5	11,4	12,4	12,9	EK-Rendite	10,5% 10,7% 13,7% 14,8%
Eigenkapital	26,7	28,1	30,0	32,4	GK-Rendite	n.a. n.a. n.a. n.a.
Rückstellungen	2,8	2,9	2,9	3,0	ROCE	11,2% 13,8% 17,9% 18,9%
Finanzverbindlichkeiten	0,8	0,8	0,8	0,8		
Nettoliquidität	9,6	10,6	11,6	12,1	Unternehmensprofil	
Bilanzsumme	32,3	34,0	37,9	40,1	Dr. Hönle fokussiert sich auf UV-Technologie, die in einer breiten Zahl von industriellen Nischenanwendungen eingesetzt wird. UV-Technik löst in vielen Einsatzgebieten herkömmliche Verfahren ab. Die bedeutendsten Einsatzgebiete sind heute Farb-/Lacktrocknung, Klebstoffe und Beschichtungsanwendungen. Neben UV-Systemen bietet das Unternehmen auch typischerweise margenstärkere Verbrauchsmaterialien wie UV-Lampen oder UV-Klebstoffe an. Hierdurch hält Dr. Hönle einen signifikanten Teil der Margen im Unternehmen.	
Rechnungslegung	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS		
Geschäftsjahresende	30.09.2006	30.09.2007	30.09.2008	30.09.2009		
Wachstumsraten	2006	2007e	2008e	2009e	Management	
Umsatz	3,8%	10,8%	52,6%	16,3%	Norbert Haimerl (CFO), Heiko Runge (CTO)	
EBITDA	0,0%	23,6%	40,8%	14,2%		
EBIT	-2,8%	26,6%	40,0%	13,8%		
EBT	-2,2%	23,0%	32,4%	13,1%		
Nettoergebnis	7,5%	7,8%	36,8%	16,0%		
Dividende	0,0%	33,3%	12,5%	11,1%		
Kostenintensitäten	2006	2007e	2008e	2009e	Aktionäre	
Materialaufwand / Umsatz	34,8%	34,2%	34,8%	34,7%	Streubesitz	73,00%
Personalaufwand / Umsatz	30,6%	28,5%	29,4%	29,4%	Pro-Beam GmbH	8,20%
					J. Vits	6,40%
Umsatzaufteilung	2006	2007e	2008e	2009e	Prof. Hönle	4,00%
Farben und Lacke	16,7	18,6	20,1	21,7	Scherzer & Co.	3,10%
Klebstoffe / Kunststoffe	5,5	5,6	15,2	19,0	Eigene Anteile	5,30%
Übriges	1,5	1,9	2,1	2,4		

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), SES Research (Prognosen und Kennzahlen), Bloomberg (Kursdaten)

Rechtshinweis: Der Rechtshinweis sowie aktualisierte Veröffentlichungen gemäß § 34b WpHG und FinAnV bezüglich des/der hier analysierten Wertpapiers/Wertpapiere können im Internet unter der Adresse <http://www.mmwarburg.com/research/disclaimer/disclaimer.htm> abgerufen werden. Der Rechtshinweis und die Veröffentlichungen sind Bestandteil dieser Analyse und sollten bei Entscheidungen, die auf dieser Analyse beruhen, berücksichtigt werden.

Urheberrechte: Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhaltes oder von Teilen.