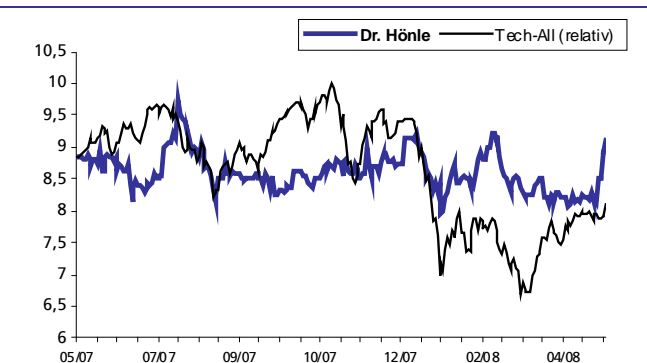


Kaufen Risiko: **Kursziel: EUR 12,50**
(alt: Kaufen) mittel

Q2 durch Sonderertrag positiv beeinflusst

Bloomberg: HNL GR Kurs: EUR 9,10
Reuters: HNLG.DE Tech-AS: 975,11
ISIN: DE0005157101
Internet: www.hoenle.de
Segment: Prime Standard
Branche: UV-Technologie



Kursdaten: Bloomberg 14.05.2008 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 10,00/ EUR 7,41
Marktkapitalisierung: EUR 49,50 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 43,58 Mio.
Aktienzahl: 5,44 Mio.

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

Termine: Q3-Bericht 14.08.2008

Analyse: SES Research

Veröffentlichung: 15.05.2008
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
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

Während der von Dr. Hönle berichtete Umsatz im Rahmen der Prognosen lag, konnte sowohl das EBIT als auch das Nettoergebnis die Erwartungen übertreffen.

2. Quartal 2007/08				Vorjahreswert
	berichtet	Prognose	Delta	
Umsatz	10,8	10,7	0,99%	7,2
EBIT	2,0	1,7	20,00%	1,4
Marge	18,97%	15,96%		20,08%
Nettoerg.	1,7	1,2	44,35%	1,0
Marge	15,43%	10,80%		13,95%

Mit der **erstmaligen Konsolidierung von Panacol und PrintConcept** konnte Dr. Hönle gegenüber dem Vorjahr ein **deutliches Umsatzwachstum ausweisen**. Die positive Ergebnisentwicklung resultiert insbesondere aus einem **Badwill in Höhe von EUR 0,7 Mio.**, der im Rahmen der Akquisition von Panacol angefallen ist. Dieser überkompensiert die zusätzlichen Aufwendungen aus Akquisitionen in Höhe von gut EUR 0,2 Mio. Hinzu kam ein noch leicht negatives Ergebnis bei PrintConcept. Das Nachsteuerergebnis wurde zusätzlich durch eine geringe Steuerquote positiv beeinflusst.

Für das Gesamtjahr hat Dr. Hönle die Guidance um die Akquisition von Eltosch auf der Top-line angepasst. Erwartet wird ein Umsatzniveau von EUR 48,5 Mio. Trotz des im 2. Quartal verzeichneten Sondereffekts wird unverändert ein EBIT in Höhe von EUR 6,1 Mio. erwartet. Die Akquisition von Eltosch und die anstehende Integration der Gesellschaften im Klebstoff-Bereich (Panacol, Wellomer) können im 3. Quartal noch für zusätzliche Aufwendungen sorgen, was die unveränderte Guidance erklärt. Die Ergebniserwartungen werden vorerst unverändert beibehalten, ein leichtes Übertreffen erscheint im Gesamtjahr dennoch als möglich.

Neben einem organischen Umsatzwachstum von rund 7-8% wird die **Umsatzentwicklung von +80%** im laufenden und dem kommenden Geschäftsjahr durch die Vollkonsolidierung

Geschäftsjahresende	09/06	09/07	09/08e	09/09e	09/010e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 9,10 EUR					
Umsatz	23,7	26,2	47,5	65,6	69,5
<i>Rohhertragsmarge</i>	67,6%	68,1%	64,2%	62,4%	63,4%
EBITDA	4,0	5,0	7,1	8,8	10,0
<i>EBITDA-Marge</i>	17,0%	19,1%	15,0%	13,4%	14,4%
EBIT	3,4	4,3	6,1	7,6	8,7
<i>EBIT-Marge</i>	14,5%	16,5%	12,8%	11,6%	12,6%
Nettoergebnis	2,8	3,0	4,1	5,3	6,1
Ergebnis je Aktie	0,51	0,55	0,75	0,97	1,11
Cash-Flow je Aktie	0,20	0,51	0,65	0,57	0,69
Dividende je Aktie	0,30	0,40	0,45	0,50	0,55
<i>Dividendenrendite</i>	3,3%	4,4%	4,9%	5,5%	6,0%
EV/Umsatz	1,84	1,66	0,92	0,66	0,63
EV/EBITDA	10,84	8,70	6,12	4,95	4,36
EV/EBIT	12,72	10,04	7,17	5,72	4,99
KGV	17,84	16,55	12,13	9,38	8,20
ROCE	11,2%	13,9%	18,3%	21,4%	22,7%
Adj. Free Cash Flow Yield	8,6%	13,3%	12,6%	18,2%	20,7%



der übernommenen Gesellschaften getrieben. In einem sehr **fragmentierten Marktumfeld ist Dr. Hönle mittlerweile eines der größten Unternehmen im Bereich der UV-Technologie**. Auf dieser Basis zählt das Unternehmen in den adressierten Marktnischen in der Regel zu den führenden Anbietern. Eine häufig ebenfalls fragmentierte Abnehmerstruktur sowie eine hohe Wertschöpfungstiefe ermöglicht dem Unternehmen die Erzielung attraktiver Margen, was eine Rohmarge von mehr als 65% (2006/07) verdeutlicht. Diese wird durch die Übernahmen zukünftig etwas verwässert, da bspw. Eltosch derzeit eine äußerst niedrige Fertigungstiefe aufweist. Daneben liegen die auch die Margen von Panacol noch auf einem geringeren Niveau. Die Realisierung der Synergieeffekte wird über einen 2-3 Jahreszeitraum erfolgen.

Ab Q3 wird Eltosch erstmalig zu den Erlösen beitragen. Auf der Ergebnisseite ist im laufenden Jahr noch mit keinen Beiträgen zu rechnen. Der **News-Flow dürfte im Wesentlichen durch die operative Entwicklung determiniert** werden. Durch die Vollkonsolidierung der Akquisitionen steigert Dr. Hönle den Umsatz um den Faktor 2,5 im Zeitraum von 2007 bis 2009. Die absehbare Unternehmensgröße mit Umsätze oberhalb von EUR 70 Mio. sollte Dr. Hönle stärker in den Fokus rücken.

Das **Kursziel** auf Basis eines DCF-Modells lautet unverändert **EUR 12,50**. Das **Rating** lautet **Kaufen**.

Kennzahlen (Dr. Hönle)

GuV (in Mio. EUR)	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatz	26,2	47,5	65,6	69,5
Gesamtleistung	26,7	48,6	65,8	69,7
Materialaufwand	8,8	18,1	24,9	25,7
Rohertrag	17,9	30,5	40,9	44,0
Personalkosten	7,6	14,2	19,3	20,4
Sonstiger betrieblicher Aufwand	5,3	9,2	12,9	13,6
EBITDA	5,0	7,1	8,8	10,0
Abschreibungen	0,7	1,0	1,2	1,3
- davon Goodwill-Abschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	4,3	6,1	7,6	8,7
Finanzergebnis	0,6	0,4	0,5	0,5
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	5,0	6,5	8,1	9,3
Steuern	1,8	2,1	2,4	2,8
Nettoergebnis vor Minoritäten	3,2	4,4	5,7	6,5
Nettoergebnis	3,0	4,1	5,3	6,1
Ausschüttung	2,2	2,4	2,7	3,0

Cash-Flow	2007	2008e	2009e	2010e
Operativer Cash-Flow	3,7	5,1	6,5	7,3
Free-Cash-Flow	2,8	3,5	3,1	3,7
Investitionen	0,9	1,2	1,2	1,4

Bilanz (Mio. EUR)	2007	2008e	2009e	2010e
Sachanlagen	3,8	6,1	6,1	6,3
Immat. Vermögen	1,2	8,9	8,8	8,8
Net Working Capital	8,3	12,0	13,7	15,9
Umlaufvermögen	29,2	27,1	29,5	32,2
Liquide Mittel	17,8	9,2	9,3	9,8
Eigenkapital	28,3	29,9	32,7	36,1
Rückstellungen	2,1	2,8	2,4	2,4
Finanzverbindlichkeiten	0,8	0,8	0,8	0,8
Nettoliquidität	16,9	8,4	8,5	9,0
Bilanzsumme	34,5	42,4	44,8	47,6

Rechnungslegung	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Geschäftsjahresende	30.09.2007	30.09.2008	30.09.2009	30.09.2010

Wachstumsraten	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatz	10,8%	81,1%	37,9%	6,0%
EBITDA	24,6%	42,2%	23,6%	13,5%
EBIT	26,6%	40,0%	25,5%	14,6%
EBT	23,0%	30,7%	25,5%	13,7%
Nettoergebnis	7,8%	34,8%	29,8%	14,8%
Dividende	33,3%	12,5%	11,1%	10,0%

Kostenintensitäten	2007	2008e	2009e	2010e
Materialaufwand / Umsatz	33,5%	38,2%	38,0%	37,0%
Personalaufwand / Umsatz	28,9%	29,8%	29,4%	29,4%

Umsatzaufteilung	2007	2008e	2009e	2010e
Farben und Lacke	18,0	19,5	21,1	22,5
Klebstoffe / Kunststoffe	6,1	15,7	19,5	20,6
Übriges	2,2	2,3	2,5	2,8

Kursdaten	
Kurs (EUR)	9,10
Marktkap. (Mio. EUR)	49
Enterprise Value (Mio. EUR)	44

Aktienkennzahlen	2007	2008e	2009e	2010e
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,55	0,75	0,97	1,11
Umsatz je Aktie (EUR)	4,83	8,75	12,07	12,79
Free-Cash-Flow je Aktie (EUR)	0,51	0,65	0,57	0,69
Dividende je Aktie (EUR)	0,40	0,45	0,50	0,55

Bewertungskennzahlen	2007	2008e	2009e	2010e
KGV	16,41	12,17	9,37	8,17
KUV	1,88	1,04	0,75	0,71
EV/SALES	1,66	0,92	0,66	0,63
EV/EBITDA	8,70	6,12	4,95	4,36
EV/EBIT	10,04	7,17	5,72	4,99
KBV	1,75	1,65	1,51	1,37
Dividendenrendite	4,4%	4,9%	5,5%	6,0%

Aktienanzahl (Mio.)	2007	2008e	2009e	2010e
Stammaktien ausstehend	5,43	5,43	5,43	5,43
Vorzugsaktien ausstehend				

Rentabilität	2007	2008e	2009e	2010e
EBITDA / Umsatz	19,1%	15,0%	13,4%	14,4%
EBIT / Umsatz	16,5%	12,8%	11,6%	12,6%
EBT / Umsatz	18,9%	13,7%	12,4%	13,3%
Nettoergebnis / Umsatz	11,5%	8,5%	8,0%	8,7%
EK-Rendite	10,6%	13,6%	16,1%	16,8%
GK-Rendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROCE	13,9%	18,3%	21,4%	22,7%

Unternehmensprofil

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.

Management

Norbert Haimerl (CFO), Heiko Runge (CTO)

Aktionäre

Streubesitz	73,00%
Pro-Beam GmbH	8,20%
J. Vits	6,40%
Prof. Hönle	4,00%
Scherzer & Co.	5,10%
Eigene Anteile	5,30%

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.