

# HPI AG

Reuters: HPIG.DE

Bloomberg: CEW3:GR

Rating: Buy Risiko: Hoch

Kurs: EUR 0,62

Kursziel: EUR 1,50 (alt EUR 2,90)

## Vorläufige Halbjahreszahlen 2014

Wie nach der Pressemitteilung vom 30.06.2014 und der angekündigten Verschiebung des Geschäftsberichts 2013 bereits vermutet werden konnte, haben sich die mit dem Merger der TND in die 3KV verbundenen Integrationsaufwendungen negativ auf die Umsatzentwicklung und das EBITDA im H1/2014 ausgewirkt. Überraschend war dagegen die Bekanntgabe, dass REW Technology ab 2014 nicht mehr dem Konsolidierungskreis der HPI AG angehört. Der konsolidierte Konzernumsatz verringerte sich im H1/2014 nach vorläufigen Zahlen auf EUR 46,0 Mio. von EUR 57,0 Mio. im H1/2013 und auch das EBITDA reduzierte sich auf EUR 0,1 Mio. von EUR 0,6 Mio. im H1/2013. Wir nehmen daher unsere Ergebnisprognosen für 2014e zurück und haben auch für 2013e eine Anpassung unserer Schätzungen vorgenommen. Unser Kursziel für die HPI Aktie nehmen wir von EUR 2,90 auf EUR 1,50 zurück, halten aber an unserem Anlageurteil Buy fest. Eine Erholung des Aktienkurses, die mehr als eine Reaktion auf den Ausverkauf der letzten Wochen darstellt, erwarten wir allerdings erst mit zunehmender Sichtbarkeit der Ergebnisentwicklung 2014e und damit voraussichtlich Ende 2014/Anfang 2015.

### Deutlich gesunkenes Halbjahresergebnis

Nach den vorgelegten vorläufigen Eckdaten sanken die Umsätze im H1/2014 um rund -18% auf EUR 46,0 Mio. von EUR 57,0 Mio. im Vorjahreszeitraum. Das EBITDA auf Konzernebene verminderte sich auf EUR 0,14 Mio. im H1/2014 gegenüber EUR 0,6 Mio. im H1/2013.

### Belastungen aus der Integration von TND in 3KV

Wie nach der Pressemitteilung vom 30. Juni 2014 bzw. der Verschiebung des Geschäftsberichts 2013 bereits vermutet werden konnte, wirkten sich die mit dem Merger von TND und 3KV verbundenen Integrationsaufwendungen negativ auf die Umsätze und das EBITDA im H1/2014 aus. Im Geschäftsbereich HPI IT & Electronics sanken die Umsätze auf EUR 31,0 Mio. (H1/2013 EUR 40,0 Mio.), das EBITDA verminderte sich auf EUR 0,4 Mio. (H1/2013 EUR 0,7 Mio.); die Marge lag damit bei niedrigen 1,3%.

H1/2014 (EUR Mio.)	Ist	Erwartet	Δ
Umsatz Konzern	46,0	64,7	-29,0%
HPI Electronics	31,0	44,0	-29,5%
HPI Industrial	13,0	18,0	-28,0%
HPI AG	2,0	n/a	n/a
EBITDA	0,1	1,6	-91,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

### REW soll vom Mitaktionär erworben werden ...

REW Technology wird 2014 nicht mehr dem Konsolidierungskreis der HPI zugerechnet. Dies ist überraschend, nachdem die mehrheitliche Übernahme der damaligen REW Solar (zuletzt 80,1% der Anteile), die anschließend in REW Technology umbenannt wurde, erst im April 2013 bekannt gegeben worden war. Umsatz und Ergebnis des Spezialisten für Energiesysteme waren rückwirkend zum 01.01.2012 konsolidiert worden. Der Kaufpreis hatte bei EUR 4,8 Mio. gelegen, rund 35% waren jedoch über Earn-Out-Klauseln an bestimmte EBIT-Ziele 2013-15 geknüpft, die uns nicht als erreichbar erscheinen.

WKN/ISIN: A0JCY3/ DE000A0JCY37  
 Indizes: -  
 Transparenz-Level: Entry Standard  
 Gewichtete Anzahl Aktien: 7,2 Mio.  
 Marktkapitalisierung: 4,5 Mio.  
 Handelsvolumen/Tag: 10.000  
 Konzernabschluss 2013: 30. September 2014

EUR Mio.	2011	2012	2013e	2014e
Umsatz	77,1	115,4	116,0	104,5
EBITDA	2,7	1,1	0,8	1,4
EBIT	1,9	0,4	0,2	0,8
EBT	1,3	-1,2	-1,5	-0,8
EAT	0,5	-2,3	-1,7	-0,9

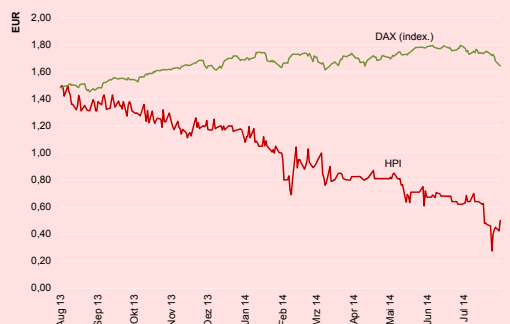
% vom Umsatz	2011	2012	2013e	2014e
EBITDA	3,6%	1,0%	0,7%	1,4%
EBIT	2,5%	0,4%	0,2%	0,8%
EBT	1,7%	-1,0%	-1,3%	-0,8%
EAT	0,7%	-2,0%	-1,5%	-0,9%

Je Aktie/EUR	2011	2012	2013e	2014e
EPS	0,08	-0,32	-0,24	-0,13
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	1,44	1,05	0,84	0,79
Cashflow	0,41	0,04	-0,12	0,13

%	2011	2012	2013e	2014e
EK-Quote	32,7%	17,5%	15,3%	15,0%
Gearing	43,6%	251%	298%	308%

X	2011	2012	2013e	2014e
KGV	19,3	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz	0,20	0,28	0,24	0,26
EV/EBIT	8,0	75,5	115,5	32,7
KBV	1,1	1,2	0,7	0,8

EUR Mio.	2013e	2014e
Guidance: Umsatz	115-120	105-115
Guidance: EBITDA	0,8-1,2	1,4-2,0



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Susanne Hasler, CFA  
 +49 (89) 74 44 35 58 / +49 (176) 24 60 52 66  
 susanne.hasler@sphene-capital.de

**... und wird 2014 nicht mehr konsolidiert**

Nachdem REW Technology bereits 2012 die internen Zielsetzungen verfehlt hatte, rechnen wir im Gesamtjahr 2013e für sogar lediglich mit einer roten Null. Laut vorliegender Pressemitteilung sollen die Anteile nun von dem Mitaktionär, mithin den Altgesellschaftern, zurückerworben werden. Die genauen Modalitäten der Rückabwicklung, insbesondere der Kaufpreis, sind aber offensichtlich noch nicht zu Ende verhandelt.

Durch die fehlende Konsolidierung von REW Technology entfallen im Vergleich zum H1/2013 Umsätze in Höhe von EUR 2,9 Mio. und ein EBITDA in Höhe von knapp EUR 0,2 Mio. Aber auch auf vergleichbarer Konsolidierungsebene, d. h. ohne Berücksichtigung der REW Technology, blieb der Geschäftsbereich HPI Industrial & Renewables gegenüber dem Vorjahreszeitraum zurück. Nach dem vorläufigen Bericht wurden in dem Konzernbereich im H1/2014 Umsätze in Höhe von EUR 13,0 Mio. (H1/2013 EUR 17,0 Mio.) sowie ein EBITDA von EUR 0,3 Mio. (H1/2013 EUR 0,7 Mio.) erwirtschaftet.

**Das Management hat die Guidance für 2014e gesenkt**

Für das Gesamtjahr 2014e erwartet das Management einen Umsatz von EUR 105,0 bis 115,0 Mio. (alt: EUR 125,0 bis 130,0 Mio.) sowie ein EBITDA (ohne Sondereffekte) in Höhe von EUR 1,4 bis 2,0 Mio. (alt: EUR >3,0 Mio.). Dabei sollen der Bereich HPI IT & Electronics EUR 75,0 bis 80,0 Mio. (alt: >80,0 Mio.) und der Bereich HPI Industrial EUR 27,0 bis 29,0 Mio. zum Konzernumsatz beitragen.

**Anpassung unserer Schätzungen**

Wir haben unsere Ergebnisprognosen für 2014e deutlich gesenkt, und auch für 2013e eine Anpassung unserer Schätzungen vorgenommen. Durch eine konsequente Buy & Build-Strategie wurden die Umsätze in den vergangenen Jahren nahezu vervierfacht. Gleichwohl offenbaren sich seit dem vergangenen Jahr zunehmend die Risiken des starken Wachstums, wobei die Guidance für 2013 und nun auch für 2014 wiederholt gesenkt werden musste.

Dass die Anteile an REW Technology an die Altgesellschafter zurückgeben werden sollen, werten wir nach der enttäuschenden bisherigen Performance positiv. Für REW waren im ersten Konsolidierungsjahr 2012 EUR 2,0 Mio. Goodwill bzw. Unterschiedsbetrag aus dem vereinbarten Kaufpreis in Höhe von EUR 4,8 Mio. und den erworbenen Nettovermögenswerten in der Bilanz erfasst worden. Dieser sollte die erwarteten Synergien durch verbesserte Einkaufskonditionen, neue Distributionsmöglichkeiten und Kosteneinsparungen reflektieren. Inwieweit sich dieser Goodwillbetrag im Zuge der Dekonsolidierung negativ in den Geschäftsberichten für 2013 oder 2014 auswirken wird, haben wir in unseren Schätzungen nicht erfasst, da in der Kaufpreisvereinbarung ein Anteil von EUR 1,7 Mio. durch Earn-Out-Klauseln an bestimmte EBIT-Ziele in den Jahren 2013 bis 2015 geknüpft war, die uns weder 2013e noch bis 2015e erreichbar erscheinen.

Dagegen gehen wir davon aus, dass die Umsatz- und Ergebnisbelastungen aus der Integration der TND in die 3KV einen Einmaleffekt darstellen; nach Aussagen des Managements hat der Bereich in den vergangenen Wochen „an Fahrt aufgenommen“, was nach unserer Einschätzung auch durch die nur leicht reduzierte Bereichs-Guidance bzw. einem erwarteten Umsatz in Höhe von EUR 75,0 bis EUR 80,0 Mio. gegenüber vorher >80,0 Mio. untermauert wird.

**TABELLE 1: ÄNDERUNGEN UNSERER SCHÄTZUNGEN**

EUR Mio.	2013e	2013e (alt)	Δ	Kommentar
Umsatz	116,0	120,5	-3,8%	Neue Schätzungen am unteren Rand der Guidance, aufgrund der bis 2014 bestehenden Integrationsbelastungen
EBITDA	0,8	1,3	-34,2%	
	2014e	2014e (alt)	Δ	Kommentar
Umsatz	104,5	130,8	-20,0%	Anpassung nach dem Halbjahreszahlen, neue Schätzungen am unteren Rand der Guidance
EBITDA	1,4	3,1	-54,0%	

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

### Wir rechnen 2013e und 2014e mit einem sinkenden Nettoverlust

Insgesamt orientieren wir uns bei unseren Schätzungen am unteren Rand der Management-Guidance und reduzieren unsere Schätzungen für das Geschäftsjahr 2013e auf einen Umsatz von EUR 116,0 Mio. und ein EBITDA von EUR 0,8 Mio. (EBITDA-Marge 2013e 0,7% nach 1,0% in 2012). Für das Geschäftsjahr 2014e modellieren im Anschluss an den Halbjahresbericht einen Umsatzrückgang auf EUR 104,4 Mio. (-9,8% YoY) und ein EBITDA in Höhe von EUR 1,4 Mio., was einer EBITDA-Marge von 1,4% entspricht.

Damit ergibt sich nach unseren Schätzungen in beiden Jahren ein Nettoverlust, und zwar in Höhe von EUR -1,7 Mio. in 2013e und von EUR -0,9 Mio. in 2014e. Dies entspricht einem Ergebnis je Aktie 2013e von EUR -0,24 und 2014e von EUR -0,13.

**Aufgrund der Anpassung unserer Schätzungen nehmen wir unser Kursziel für die Aktien der HPI AG von bisher EUR 2,90 auf EUR 1,50 (Base Case-Szenario) zurück. Auf der Basis des letzten Schlusskurses von EUR 0,62 errechnet sich ein Kurspotential von 143%. Wir halten an unserem Anlageurteil Buy fest. Unserer Bewertung zugrunde liegt ein standardisiertes dreistufiges DCF-Modell. Berücksichtigt wird nur das organische Wachstum der HPI. Die Grobplanungsphase beginnt 2016e und endet 2023e, anschließend ermitteln wir den Terminal Value.**

**Im Rahmen einer Sensitivitätsanalyse stellen wir unser Base Case-Szenario einem Bull bzw. Bear Case-Szenario gegenüber. Die dabei ermittelten Kursziele liegen bei EUR 2,20 bzw. EUR 0,50 je Aktie.**

### Basisannahmen für das DCF-Modell

Die unserem DCF-Modell zugrunde liegenden Annahmen sind, dass

- ⊕ HPI bis zum Jahr 2015e ein durchschnittliches jährliches Wachstum der Umsätze von -0,8% aufweisen wird;
- ⊕ die Umsätze in der Grobplanungsphase 2016e-2023e ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 2,4% erreichen werden;
- ⊕ sich die wichtigen Performance-Kennzahlen während der Grobplanungsphase einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden;
- ⊕ sich die EBIT-Margen von 1,5% in 2015e auf 3,9% in 2023e stetig verbessern und im anschließenden Terminal Value bei 4,0% liegen werden;
- ⊕ der Grenzsteuersatz auf einem durchschnittlichen Niveau von 31,0% liegen wird;
- ⊕ die durchschnittlichen Wachstumsraten der FCF im Terminal Value bei 1,1% liegen, was dem aktuellen risikolosen Zinssatz einer zehnjährigen Bundesanleihe entspricht;
- ⊕ HPI ein Fundamental-beta von 1,5 aufweist. In diesen Wert gehen Risiken aus der Finanzstruktur und der Unternehmensprognose mit jeweils 0,2 Punkten sowie Risiken aus der Wettbewerbsintensität mit 0,1 Punkten mit ein.
- ⊕ HPI einen im Zeitablauf stetig steigenden Kapitalumschlag aufweist, was sich in leicht sinkenden Reinvestitionen (Capex, Working Capital und M&A) niederschlagen wird;
- ⊕ HPI ein langfristiges Unternehmens-Rating von B aufweist, was im Terminal Value mit einer jährlichen Insolvenzwahrscheinlichkeit von etwa 3,0% verbunden ist;
- ⊕ dass sich die aktuellen WACC aus dem risikolosen Zins von derzeit 1,1%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen, und einer implizit ermittelten Risikoprämie für den Gesamtmarkt von aktuell 9,0% zusammensetzen. Auf dem aktuellen Niveau lassen sich nur grobe Annahmen über die wahrscheinlichen Risikoprämien für das Fremdkapital treffen; trotz der steigenden Ertragsentwicklung gehen wir von deutlichen Risikoprämien für das Fremdkapital von aktuell etwa 8,5% aus. Schließlich rechnen wir damit, dass HPI eine durchschnittliche Zielkapitalstruktur von ~50,0%/50,0% anstrebt. Damit ergeben sich WACC in Höhe von aktuell

Wir haben allein das organische Wachstum der HPI berücksichtigt, das wir mit einem CAGR von 1,5% von 2013e bis 2023e angesetzt haben.

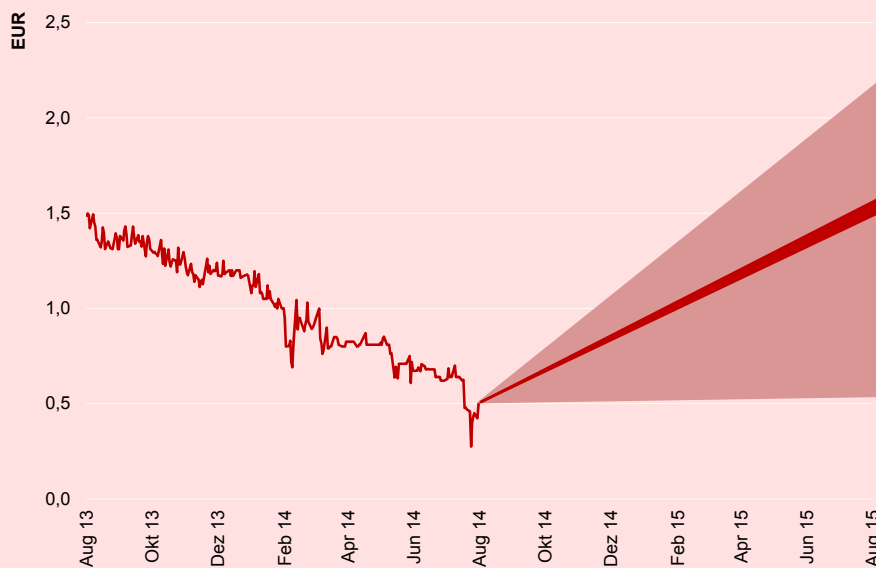
rund 12,1%.

- ☹ dass HPI im Terminal Value Kapitalkosten haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden, so dass wir zum Terminal Value WACC von 6,1% unterstellen.

**Auf Sicht von zwölf Monaten ergibt unser Base Case-Szenario ein Kursziel von EUR 1,50 (alt: EUR 2,90) je Aktie**

Dabei werden etwa 64,9% des gesamten Unternehmenswertes aus dem Terminal Value abgeleitet, 35,1% aus den in der zehnjährigen Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows.

**ABBILDUNG 1: KURSENTWICKLUNG UND -PROGNOSE**



In unserem Base Case-Szenario haben wir einen deutlichen Rückgang der Wachstumsraten unterstellt. Ab 2023e würde HPI nur noch mit 1,1% p. a. wachsen, bei einer EBIT-Marge im TV von 4,0%.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

**Das DCF-Modell ist vor allem abhängig von den Annahmen bezüglich der operativen Profitabilitätskennzahlen und der erwarteten Wachstumsraten des Terminal Value:**

**Bull Case-Szenario = Fair Value EUR 2,20 je Aktie**

Das Management der HPI strebt eine mittelfristige Verbesserung der EBIT-Marge auf 5,0% an. In unserem Bull Case-Szenario unterstellen wir, dass es dem Unternehmen gelingen wird, diese Ziel-Marge zu erreichen und langfristig zu behaupten. Unter der Nutzung von Synergien zwischen den Tochtergesellschaften, höheren Volumina und damit einer noch stärkeren Verhandlungsposition im Einkauf sowie sinkenden Transaktionskosten halten wir dieses Szenario und damit das Bull Case-Kursziel für erreichbar.

**Base Case-Szenario = Fair Value EUR 1,50 je Aktie**

**Bear Case-Szenario = Fair Value EUR 0,50 je Aktie**

In einem Bear Case-Szenario adjustieren wir die Terminal Value-EBIT-Marge von 4,0% um 200 Basispunkte auf 2,0% und reduzieren das durchschnittliche jährliche Wachstum während des Terminal Value von 1,1% auf 0,8%. Damit würden wir unterstellen, dass sich die Wettbewerbsintensität in beiden Geschäftsbereichen deutlich verschärft und Probleme bei der Integration der erworbenen Gesellschaften die Profitabilität der HPI nachhaltig belasten. In diesem Szenario würde der Unternehmenswert von HPI bis auf EUR 0,50 je Aktie zurückgehen.

**Risiken für unser Rating und Kursziel**

HPI zeichnet sich durch eine sehr unternehmerisch geprägte Unternehmenskultur aus. Trotzdem hat die Integration der in den vergangenen Jahren erworbenen Tochtergesellschaften zuletzt einige Belastungen verursacht, so dass die

Im Bull Case-Szenario unterstellen wir, dass eine dauerhafte Verteidigung der Ziel-Marge gelingt.

Guidance insbesondere für 2013 mehrfach gesenkt werden musste. Grundsätzlich begegnet HPI den Risiken aus den M&A-Aktivitäten jedoch durch eine starke Incentivierung des Managements. Positiv sehen wir auch die gezeigte Konsequenz seitens des Managements, sich auch kurzfristig von einer Tochtergesellschaft – respektive der REW Technology – zu trennen. Zudem hat HPI aus unserer Sicht mittlerweile eine komfortable Größe als Beschaffungsdienstleister erreicht.

Mit der Veräußerung Azego Components AG hat sich HPI von sämtlichen Halbleiter-Handelsgesellschaften und damit den Abhängigkeiten von diesem volatilen Segment gelöst. Gleichzeitig wurde das Kundenportefeuille durch den Erwerb von neuen Tochtergesellschaften und den Gewinn von neuen Kunden außerhalb der Chemie- und Stahlbranche der HPI Industrial & Renewables zunehmend diversifiziert. Von einer konjunkturellen Rezession wird sich HPI nach u. E. dennoch nicht abkoppeln können. Auf der anderen Seite könnte ein stärkerer Margendruck in einem schwächeren konjunkturellen Umfeld den Trend zum Outsourcing von Einkaufs- und Logistikdienstleistungen bei Industrieunternehmen verstärken.

Zum Ende des ersten Halbjahres 2013 hatte HPI eine Nettoverschuldung in Höhe von EUR 19,6 Mio. aufgewiesen, nachdem vor allem die Übernahmen von TND und REW mit Cash bezahlt worden waren. Insgesamt hat HPI Anleihen im Volumen von nominell EUR 10,7 Mio. mit Coupons bis zu 9,0% begeben. Davon dürften nach unseren Schätzungen bis Ende 2013e rund 93,0% tatsächlich platziert worden sein. Die Laufzeiten enden erstmals im April 2015 (EUR 2,0 Mio.), anschließend im Juni 2016 (EUR 1,2 Mio.) und mehrheitlich zum 30. November 2016. Wir gehen davon aus, dass die Nettoverschuldung bereits im diesem Jahr zurückgeführt werden kann. Eine Übersicht der wichtigsten Kreditkennzahlen haben wir in der nachfolgenden Tabelle zusammengestellt.

**TABELLE 2: KREDIT-KENNZAHLEN IM ÜBERBLICK**

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Kennzahlen zur Kapitaldienstdeckung</b>							
EBITDA Interest Coverage	-0,31x	4,86x	4,65x	0,62x	0,41x	0,73x	1,37x
EBIT Interest Coverage	-2,20x	1,68x	3,25x	0,23x	0,12x	0,43x	1,02x
<b>Kennzahlen zur Verschuldung</b>							
Total Debt/EBITDA	0,00x	0,19x	1,51x	17,04x	22,74x	12,80x	7,13x
Total Net Debt/EBITDA	7,10x	-1,14x	0,09x	13,88x	19,38x	10,99x	6,66x
<b>Kennzahlen zur Kapitalstruktur</b>							
Risk Bearing Capital	0,50x	0,31x	0,30x	0,16x	0,14x	0,13x	0,14x
Total Debt/Capital	0,00x	0,04x	0,30x	0,71x	0,76x	0,76x	0,73x

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Unternehmensprofil

### Das Geschäftsmodell im Überblick

Geschäftsgegenstand der HPI ist die Erbringung von Dienstleistungen in den Aufgabenbereichen des Einkaufs und der Logistik. Die eigenständigen, unter ihrer jeweiligen Marke geführten Tochtergesellschaften der HPI verfügen über langjährige Erfahrung in den Branchen IT/Elektronik, Automotive, Aerospace/Defence, Maschinen- und Anlagenbau, Stahl sowie Chemie- und Pharma. Die Organisationsstruktur gliedert sich in die beiden Konzernbereiche HPI IT & Electronics und HPI Industrial & Renewables:

- ⑤ HPI IT & Electronics umfasst nach der Dekonsolidierung von ce Global Sourcing, HPI Distribution und VCE im Geschäftsjahr 2012 sowie nach dem erfolgten Verkauf von Azego Components (2013) die beiden Schwestergesellschaften 3KV (IT-Netzwerkprodukte) und den Server- und Storage-Lösungsanbieter TND. Beide Gesellschaften wurden Ende 2013 verschmolzen.
- ⑤ HPI Industrial & Renewables besteht aus der früheren HPI GmbH in Sulzbach und deren Tochtergesellschaften HPI Procurement Services (100%), HPI Intl. Trading & Chemical (100%) und der 50,0%igen Beteiligung an der MRL Mannesmannröhren Logistic GmbH in Ratingen. Die Mehrheitsbeteiligung an REW Technology wird 2014 nicht mehr konsolidiert.

## Gewinn- und Verlustrechnung

		2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>KEUR</b>	<b>77.106,1</b>	<b>115.435,0</b>	<b>115.955,5</b>	<b>104.547,0</b>	<b>112.522,2</b>
YoY	%	157,9%	49,7%	0,5%	-9,8%	7,6%
		0,0	60,9	0,0	0,0	0,0
Materialaufwand	KEUR	-54.240,9	-95.558,9	-96.233,7	-84.792,8	-91.364,7
In % Konzernumsatz	%	-70,3%	-82,8%	-83,0%	-81,1%	-81,2%
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>KEUR</b>	<b>22.865,2</b>	<b>19.937,0</b>	<b>19.721,8</b>	<b>19.754,2</b>	<b>21.157,5</b>
In % Konzernumsatz	%	29,7%	17,3%	17,0%	18,9%	18,8%
Sonstige betriebliche Erträge	KEUR	1.283,0	2.795,1	1.352,3	1.338,8	1.312,0
Selbst erstellte immaterielle Vermögenswerte	KEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	KEUR	-10.887,0	-9.734,4	-9.385,9	-9.147,1	-9.421,5
Verwaltungskosten	KEUR	-10.516,0	-11.878,7	-10.851,2	-10.525,6	-10.736,1
<b>EBITDA</b>	<b>KEUR</b>	<b>2.745,2</b>	<b>1.119,0</b>	<b>837,0</b>	<b>1.420,3</b>	<b>2.311,9</b>
EBITDA-Marge	%	3,6%	1,0%	0,7%	1,4%	2,1%
Abschreibungen	KEUR	-534,6	-697,0	-598,2	-586,3	-592,1
Goodwill Abschreibungen	KEUR	-292,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Betriebsergebnis (EBIT)</b>	<b>KEUR</b>	<b>1.918,6</b>	<b>422,0</b>	<b>238,8</b>	<b>834,0</b>	<b>1.719,8</b>
EBIT-Marge	%	2,5%	0,4%	0,2%	0,8%	1,5%
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	KEUR	-17,0	224,0	217,1	223,6	230,3
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	KEUR	-590,0	-1.803,0	-2.028,0	-1.932,8	-1.686,6
Ergebnis aus assoziierten Unternehmen	KEUR	0,0	0,0	25,0	30,0	150,0
Ergebnis vor Ertragssteuern (EBT)	KEUR	1.311,6	-1.157,0	-1.547,1	-845,2	413,5
EBT-Marge	%	1,7%	-1,0%	-1,3%	-0,8%	0,4%
Ertragssteuern	KEUR	-379,0	-894,0	36,0	85,4	-128,2
In % Steuerquote	%	-23,6%	77,3%	-2,3%	-10,1%	-31,0%
Ergebnis vor Anteilen Dritter	KEUR	932,6	-2.051,0	-1.511,1	-759,8	285,3
Anteile Dritter	KEUR	-399,0	-255,0	-222,1	-176,5	-220,3
<b>Konzernergebnis</b>	<b>KEUR</b>	<b>533,6</b>	<b>-2.306,0</b>	<b>-1.733,2</b>	<b>-936,3</b>	<b>65,0</b>
Netto-Marge		0,7%	-2,0%	-1,5%	-0,9%	0,1%
Anzahl der Aktien (basic)	k	6.631,0	7.249,5	7.249,5	7.249,5	7.249,5
Anzahl der Aktien (diluted)	k	7.249,5	7.999,0	8.704,9	8.704,9	8.704,9
Ergebnis je Aktie (basic)	EUR	0,08	-0,32	-0,24	-0,13	0,01
Ergebnis je Aktie (diluted)	EUR	0,07	-0,28	-0,19	-0,10	0,01
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN						

## Bilanz

		2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>kEUR</b>	<b>12.190,0</b>	<b>18.550,6</b>	<b>17.731,1</b>	<b>17.810,8</b>	<b>17.932,6</b>
Immaterielle Vermögenswerte	kEUR	711,0	975,4	392,4	396,4	400,3
Goodwill	kEUR	10.711,0	15.056,7	15.056,7	15.056,7	15.056,7
Sachanlagen	kEUR	382,0	1.214,2	958,5	968,1	1.016,5
Langfristige finanzielle Vermögenswerte	kEUR	103,0	924,2	924,4	970,7	1.019,2
Sonstige Vermögenswerte	kEUR	283,0	380,0	399,0	419,0	439,9
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>kEUR</b>	<b>15.940,0</b>	<b>24.250,4</b>	<b>22.297,6</b>	<b>20.201,1</b>	<b>19.240,6</b>
Vorräte	kEUR	5.158,0	9.888,5	10.719,7	9.278,4	9.586,8
Forderungen Lieferungen & Leist.	kEUR	3.944,0	5.627,2	3.817,8	3.304,5	3.414,3
Laufende Ertragssteuerforderungen	kEUR	11,0	248,7	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	kEUR	2.917,0	4.953,2	4.953,2	5.052,3	5.153,3
Liquide Mittel	kEUR	3.910,0	3.532,8	2.806,9	2.566,0	1.086,2
Rechnungsabgrenzungsposten	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Latente Steuererstattungsansprüche	kEUR	958,0	627,8	640,4	653,2	666,2
<b>Gesamt Aktiva</b>	<b>kEUR</b>	<b>29.088,0</b>	<b>43.428,8</b>	<b>40.669,1</b>	<b>38.665,1</b>	<b>37.839,5</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>kEUR</b>	<b>9.523,5</b>	<b>7.607,5</b>	<b>6.096,4</b>	<b>5.699,1</b>	<b>5.984,4</b>
Gezeichnetes Kapital	kEUR	7.249,5	7.249,5	7.249,5	7.612,0	7.612,0
Kapitalrücklage	kEUR	1.587,0	1.587,0	1.587,0	1.587,0	1.587,0
Gewinnrücklage	kEUR	-622,0	-3.144,0	-4.877,2	-5.813,5	-5.748,5
Noch nicht verwendete Ergebnisse	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Differenz aus Währungsumrechnung	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minderheitsanteile	kEUR	1.309,0	1.915,0	2.137,1	2.313,6	2.534,0
<b>Langfristige Schulden</b>	<b>kEUR</b>	<b>6.272,5</b>	<b>14.532,0</b>	<b>14.431,1</b>	<b>14.549,2</b>	<b>12.220,9</b>
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	kEUR	1.667,0	5.586,0	580,0	580,0	580,0
Anleihen	kEUR	1.200,4	4.603,0	9.950,0	9.950,0	7.500,0
Pensionsrückstellungen	kEUR	3.356,1	4.124,0	3.847,7	3.963,2	4.082,0
Latente Ertragssteuerschulden	kEUR	49,0	219,0	53,4	56,0	58,9
<b>Kurzfristige Schulden</b>	<b>kEUR</b>	<b>13.291,9</b>	<b>21.289,3</b>	<b>20.014,9</b>	<b>18.290,1</b>	<b>19.507,4</b>
Rückstellungen	kEUR	1.607,0	579,0	596,4	614,3	632,7
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	kEUR	1.289,0	8.880,0	8.500,0	7.650,0	8.415,0
Verbindlichkeiten Lieferungen & Leist.	kEUR	5.665,0	8.222,0	7.433,2	6.567,8	6.998,1
Laufende Ertragssteuerschulden	kEUR	417,9	757,3	605,8	636,1	667,9
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	kEUR	4.313,0	2.851,0	2.879,5	2.821,9	2.793,7
Erhaltene Anzahlungen	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindlichkeiten ggü. Beteiligungen	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rechnungsabgrenzungsposten	kEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamt Passiva</b>	<b>kEUR</b>	<b>29.088,0</b>	<b>43.428,8</b>	<b>40.669,1</b>	<b>38.665,1</b>	<b>37.839,5</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN



## Bilanz (Normalisierte Fassung)

		2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	%	<b>41,9%</b>	<b>42,7%</b>	<b>43,6%</b>	<b>46,1%</b>	<b>47,4%</b>
Immaterielle Vermögenswerte	%	2,4%	2,2%	1,0%	1,0%	1,1%
Goodwill	%	36,8%	34,7%	37,0%	38,9%	39,8%
Sachanlagen	%	1,3%	2,8%	2,4%	2,5%	2,7%
Langfristige finanzielle Vermögenswerte	%	0,4%	2,1%	2,3%	2,5%	2,7%
Sonstige Vermögenswerte	%	1,0%	0,9%	1,0%	1,1%	1,2%
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	%	<b>54,8%</b>	<b>55,8%</b>	<b>54,8%</b>	<b>52,2%</b>	<b>50,8%</b>
Vorräte	%	17,7%	22,8%	26,4%	24,0%	25,3%
Forderungen Lieferungen & Leist.	%	13,6%	13,0%	9,4%	8,5%	9,0%
Laufende Ertragssteuerforderungen	%	0,0%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	%	10,0%	11,4%	12,2%	13,1%	13,6%
Liquide Mittel	%	13,4%	8,1%	6,9%	6,6%	2,9%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Latente Steuererstattungsansprüche	%	3,3%	1,4%	1,6%	1,7%	1,8%
<b>Gesamt Aktiva</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>Eigenkapital</b>	%	<b>32,7%</b>	<b>17,5%</b>	<b>15,0%</b>	<b>14,7%</b>	<b>15,8%</b>
Gezeichnetes Kapital	%	24,9%	16,7%	17,8%	19,7%	20,1%
Kapitalrücklage	%	5,5%	3,7%	3,9%	4,1%	4,2%
Gewinnrücklage	%	-2,1%	-7,2%	-12,0%	-15,0%	-15,2%
Noch nicht verwendete Ergebnisse	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Differenz aus Währungsumrechnung	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Minderheitsanteile	%	4,5%	4,4%	5,3%	6,0%	6,7%
<b>Langfristige Schulden</b>	%	<b>21,6%</b>	<b>33,5%</b>	<b>35,5%</b>	<b>37,6%</b>	<b>32,3%</b>
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	%	5,7%	12,9%	1,4%	1,5%	1,5%
Anleihen	%	4,1%	10,6%	24,5%	25,7%	19,8%
Pensionsrückstellungen	%	11,5%	9,5%	9,5%	10,2%	10,8%
Latente Ertragssteuerschulden	%	0,2%	0,5%	0,1%	0,1%	0,2%
<b>Kurzfristige Schulden</b>	%	<b>45,7%</b>	<b>49,0%</b>	<b>49,2%</b>	<b>47,3%</b>	<b>51,6%</b>
Rückstellungen	%	5,5%	1,3%	1,5%	1,6%	1,7%
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	%	4,4%	20,4%	20,9%	19,8%	22,2%
Verbindlichkeiten Lieferungen & Leist.	%	19,5%	18,9%	18,3%	17,0%	18,5%
Laufende Ertragssteuerschulden	%	1,4%	1,7%	1,5%	1,6%	1,8%
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	%	14,8%	6,6%	7,1%	7,3%	7,4%
Erhaltene Anzahlungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Verbindlichkeiten ggü. Beteiligungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rechnungsabgrenzungsposten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Gesamt Passiva</b>	%	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Cashflow-Statement

		2011	2012	2013e	2014e	2015e
Konzernergebnis	KEUR	932,6	-2.051,0	-1.511,1	-759,8	285,3
Planmäßige Abschreibungen	KEUR	826,6	697,0	598,2	586,3	592,1
Gewinn Verkauf nicht fortgeführter Geschäftsbereich	KEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung der Rückstellungen	KEUR	1.039,0	1.024,0	-258,9	133,3	137,3
Veränderung der latenten Steuern	KEUR	0,0	0,0	-178,2	20,2	21,5
Veränderung der Vorräte, Forderungen u. a. Aktiva	KEUR	-86,0	2.585,0	1.226,8	1.855,5	-519,2
Veränderung der Verbindlichkeiten u. a. Passiva	KEUR	-345,0	-1.934,0	-911,8	-892,7	433,9
Bereinigungen	KEUR	327,0	-63,2	126,7	-30,3	-31,8
<b>Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>KEUR</b>	<b>2.694,2</b>	<b>257,8</b>	<b>-908,2</b>	<b>912,6</b>	<b>919,2</b>
Investitionen in immaterielles Vermögen	KEUR	0,0	-124,0	583,0	-3,9	-4,0
Investitionen in Sachanlagen	KEUR	-396,0	-610,0	-342,5	-595,9	-640,5
Investitionen in Finanzanlagen	KEUR	493,0	-48,0	-19,2	-66,2	-69,5
Cashflow aus Änderungen des Konsolidierungskreises	KEUR	-758,0	-763,0	0,0	0,0	0,0
Bereinigungen	KEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>KEUR</b>	<b>-661,0</b>	<b>-1.545,0</b>	<b>221,3</b>	<b>-665,9</b>	<b>-714,0</b>
<b>Free Cashflow</b>	<b>KEUR</b>	<b>2.033,2</b>	<b>-1.287,2</b>	<b>-686,9</b>	<b>246,6</b>	<b>205,2</b>
Einzahlungen aus Barkapitalerhöhungen	KEUR	0,0	0,0	0,0	362,5	0,0
Einzahlungen Aufnahme Finanzverbindlichkeiten	KEUR	1.200,0	910,0	5.347,0	0,0	765,0
Auszahlungen aus Tilgung von Finanzverbindlichkeiten	KEUR	-735,0	0,0	-5.386,0	-850,0	-2.450,0
Verbindlichkeiten ggü. Beteiligungen	KEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bereinigungen	KEUR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>KEUR</b>	<b>465,0</b>	<b>910,0</b>	<b>-39,0</b>	<b>-487,5</b>	<b>-1.685,0</b>
Zahlungswirksame Veränderung liquide Mittel	KEUR	2.498,2	-377,2	-725,9	-240,9	-1.479,8
Wechselkurs-,kons.-und bew.-bedingte Änderungen	KEUR	-324,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel am Anfang der Periode	KEUR	1.736,6	3.910,0	3.532,8	2.806,9	2.566,0
<b>Liquide Mittel am Ende der Periode</b>	<b>KEUR</b>	<b>3.910,0</b>	<b>3.532,8</b>	<b>2.806,9</b>	<b>2.566,0</b>	<b>1.086,2</b>

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## DCF-Modell

		2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	20120e	2021e	2022e	2023e	TV				
<b>Umsatz</b>	<b>kEUR</b>	115.956	104.547	112.522	119.102	124.011	127.419	129.775	131.556	<b>133.101</b>	<b>134.583</b>	<b>136.065</b>	<b>137.563</b>				
Umsatzwachstum	%	0,5%	-9,8%	7,6%	5,8%	4,1%	2,7%	1,8%	1,4%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%				
<b>EBIT</b>	<b>kEUR</b>	<b>239</b>	<b>834</b>	<b>1.720</b>	<b>2.178</b>	<b>2.639</b>	<b>3.094</b>	<b>3.541</b>	<b>3.984</b>	<b>4.430</b>	<b>4.883</b>	<b>5.345</b>	<b>5.503</b>				
EBIT-Marge	%	0,2%	0,8%	1,5%	1,8%	2,1%	2,4%	2,7%	3,0%	3,3%	3,6%	3,9%	4,0%				
Steuerquote (τ)	%	2,3%	10,1%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%				
<b>EBIT(1-τ)</b>	<b>kEUR</b>	233	750	1.187	1.503	1.821	2.135	2.443	2.749	3.057	3.369	3.688	3.797				
Reinvestment	kEUR	221	-666	-714	-759	-786	-790	-772	-748	-734	-734	-740	-589				
<b>FCFF</b>	<b>kEUR</b>	<b>454</b>	<b>84</b>	<b>473</b>	<b>744</b>	<b>1.035</b>	<b>1.345</b>	<b>1.671</b>	<b>2.001</b>	<b>2.323</b>	<b>2.635</b>	<b>2.948</b>	<b>3.208</b>				
Invested Capital	kEUR	22.320	22.985	23.699	24.458	25.245	26.034	26.806	27.554	28.288	29.022	29.762					
ROCE	%	1,0%	3,3%	5,0%	6,1%	7,2%	8,2%	9,1%	10,0%	10,8%	11,6%	12,4%	7,1%				
WACC	%	12,4%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	11,1%	10,1%	9,1%	8,1%	7,1%	6,1%	6,1%				
PV(FCFF)	kEUR	454	84	422	592	735	859	969	1.064	1.142	1.210	1.276					
Terminal Cashflow	kEUR	3.208															
Terminal Cost of Capital	kEUR	6,1%															
Insolvenzwahrscheinlichkeit im TV	%	3,0%															
Terminal Value	kEUR	37.655															
PV(Terminal Value)	kEUR	16.296															
PV (Cashflow über 10 Jahre)	kEUR	8.807															
<b>Wert der operativen Assets</b>	<b>kEUR</b>	25.103															
										<b>TV CAGR</b>							
										<b>EUR</b>	<b>0,8%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,4%</b>
										<b>2,0%</b>	0,50	0,50	0,40	0,40	0,40	0,30	0,30
Finanzschulden	kEUR	-19.069								<b>3,0%</b>	1,10	1,00	1,00	1,00	0,90	0,90	0,80
Cash	kEUR	3.533								<b>3,5%</b>	1,40	1,30	1,30	1,20	1,20	1,20	1,10
Marktwert der Minderheitsanteile	kEUR	1.441								<b>4,0%</b>	1,70	1,60	1,60	<b>1,50</b>	1,50	1,40	1,40
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>kEUR</b>	11.008								<b>4,5%</b>	1,90	1,90	1,80	1,80	1,80	1,70	1,70
Anzahl Aktien	1,000	7.249								<b>5,0%</b>	2,20	2,20	2,10	2,10	2,00	2,00	1,90
<b>Wert je Aktie</b>	<b>EUR</b>	<b>1,50</b>								<b>5,5%</b>	2,50	2,50	2,40	2,40	2,30	2,30	2,20

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Auf einen Blick I

Key Data		2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatz	kEUR	29.901,0	77.106,1	115.435,0	115.955,5	104.547,0	112.522,2
Rohrertrag	kEUR	11.664,0	22.865,2	19.937,0	19.721,8	19.754,2	21.157,5
EBITDA	kEUR	1.306,0	2.745,2	1.119,0	837,0	1.420,3	2.311,9
EBIT	kEUR	452,0	1.918,6	422,0	238,8	834,0	1.719,8
EBT	kEUR	266,0	1.311,6	-1.157,0	-1.547,1	-845,2	413,5
Nettoergebnis	kEUR	308,0	533,6	-2.306,0	-1.733,2	-936,3	65,0
Anzahl Mitarbeiter		140	112	220	220	210	210
<b>Je Aktie</b>							
Kurs Hoch	EUR	2,53	2,38	2,14			
Kurs Tief	EUR	0,14	1,41	1,13			
Kurs Durchschnitt	EUR	1,23	1,87	1,54			
Schlusskurs	EUR	1,76	1,55	1,29	0,62	0,62	0,62
EPS	EUR	0,05	0,08	-0,32	-0,24	-0,13	0,01
BVPS	EUR	1,12	1,44	1,05	0,84	0,79	0,83
CFPS	EUR	1,25	0,41	0,04	-0,13	0,13	0,13
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR						1,50
Performance bis Kursziel	%						142,7%
<b>Profitabilitätskennzahlen</b>							
EBITDA-Marge	%	4,4%	3,6%	1,0%	0,7%	1,4%	2,1%
EBIT-Marge	%	1,5%	2,5%	0,4%	0,2%	0,8%	1,5%
EBT-Marge	%	0,9%	1,7%	n/a	n/a	n/a	0,4%
Netto-Marge	%	1,0%	0,7%	n/a	n/a	n/a	0,1%
FCF-Marge	%	n/a	2,6%	n/a	n/a	0,2%	0,2%
ROE	%	4,9%	5,6%	-30,3%	-28,4%	-16,4%	1,1%
NWC/Umsatz	%	1,4%	4,5%	6,3%	6,1%	5,8%	5,3%
Pro-Kopf-Umsatz	kEUR	213,6	688,4	524,7	527,1	497,8	535,8
Pro-Kopf-EBIT	kEUR	3,2	17,1	1,9	1,1	4,0	8,2
<b>Wachstumsraten</b>							
Umsatz	%	99,4%	157,9%	49,7%	0,5%	-9,8%	7,6%
Rohrertrag	%	169,4%	96,0%	-12,8%	-1,1%	0,2%	7,1%
EBITDA	%	n/a	110,2%	-59,2%	-25,2%	69,7%	62,8%
EBIT	%	n/a	324,5%	-78,0%	-43,4%	249,3%	106,2%
EBT	%	n/a	393,1%	n/a	33,7%	-45,4%	n/a
Nettoergebnis	%	n/a	73,2%	n/a	-24,8%	-46,0%	n/a
EPS	%	n/a	47,3%	n/a	-24,8%	-46,0%	n/a
CFPS	%	n/a	-67,6%	-91,2%	n/a	n/a	0,7%
<b>Bilanzkennzahlen</b>							
Sachanlagevermögen	kEUR	305,0	382,0	1.214,2	958,5	968,1	1.016,5
Umlaufvermögen	kEUR	10.216,6	15.940,0	24.250,4	22.297,6	20.201,1	19.240,6
Eigenkapital	kEUR	6.337,6	9.523,5	7.607,5	6.096,4	5.699,1	5.984,4
Verbindlichkeiten	kEUR	13.811,0	19.564,4	35.821,3	34.446,0	32.839,3	31.728,3
EK-Quote	%	30,7%	32,7%	17,5%	15,0%	14,7%	15,8%
Gearing	%	3,9%	43,6%	250,7%	312,2%	319,0%	275,6%
Working Capital	kEUR	410,0	3.437,0	7.293,7	7.104,3	6.015,1	6.002,9
Capital Employed	kEUR	1.605,0	4.530,0	9.483,3	8.455,3	7.379,6	7.419,8

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

## Auf einen Blick II

Enterprise Value		2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Anzahl Aktien	Mio.	5,6	6,6	7,2	7,2	7,2	7,2
Marktkapitalisierung Hoch	kEUR	14.260,6	15.781,8	15.513,9	0,0	0,0	0,0
Marktkapitalisierung Tief	kEUR	789,1	9.349,7	8.191,9	0,0	0,0	0,0
Marktkapitalisierung Durchschnitt	kEUR	6.933,0	12.400,0	11.164,2	0,0	0,0	0,0
Marktkapitalisierung Schlusskurs	kEUR	9.920,4	10.278,1	9.351,8	4.480,2	4.480,2	4.480,2
Nettoverschuldung	kEUR	-1.486,6	246,4	15.536,2	16.223,1	15.614,0	15.408,8
Pensionsrückstellungen	kEUR	1.550,0	3.356,1	4.124,0	3.847,7	3.963,2	4.082,0
Anteile Dritter	kEUR	-136,0	1.309,0	1.915,0	2.137,1	2.313,6	2.534,0
Finanzanlagen Anlagevermögen	kEUR	601,0	103,0	924,2	924,4	970,7	1.019,2
Enterprise Value Hoch	kEUR	14.789,0	20.796,3	38.013,3	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Tief	kEUR	1.317,5	14.364,2	30.691,4	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Durchschnitt	kEUR	7.461,4	17.414,5	33.663,6	n/a	n/a	n/a
Enterprise Value Schlusskurs	kEUR	10.448,8	15.292,6	31.851,3	27.612,6	27.341,7	27.524,2
<b>Bewertungskennzahlen</b>							
EV/Umsatz Hoch	x	0,49	0,27	0,33	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	0,04	0,19	0,27	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	0,25	0,23	0,29	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	0,35	0,20	0,28	0,24	0,26	0,24
EV/EBITDA	x	8,0	5,6	28,5	33,0	19,3	11,9
EV/EBIT Hoch	x	32,7	10,8	90,1	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	2,9	7,5	72,7	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	16,5	9,1	79,8	n/a	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	23,1	8,0	75,5	115,6	32,8	16,0
KGV Hoch	x	46,3	29,6	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Tief	x	2,6	17,5	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	22,5	23,2	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	32,2	19,3	n/a	n/a	n/a	68,9
KBV	x	1,6	1,1	1,2	0,7	0,8	0,7
KCF	x	1,4	3,8	36,3	n/a	4,9	4,9
FCF-Yield	%	-25,1%	19,8%	-13,8%	-15,3%	5,5%	4,6%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Cashflow</b>							
Operativer Cashflow	kEUR	7.064,0	2.694,2	257,8	-908,2	912,6	919,2
Investiver Cashflow	kEUR	-9.554,0	-661,0	-1.545,0	221,3	-665,9	-714,0
Free Cashflow	kEUR	-2.490,0	2.033,2	-1.287,2	-686,9	246,6	205,2
Finanz-Cashflow	kEUR	3.346,6	465,0	910,0	-39,0	-487,5	-1.685,0
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN							

**Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.**

Diese Studie wurde erstellt durch die

**Sphene capital**

Großhesseloher Straße 15c - München - Deutschland - Telefon +49 (89) 74443558 Fax +49 (89) 74443445

#### Disclaimer

Diese Studie wurde von der Sphene Capital GmbH erstellt und ist in der Bundesrepublik Deutschland nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf eigene Rechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Diese Studie ist ausschließlich für den Gebrauch ihrer Empfänger bestimmt. Sie darf ohne schriftliche Zustimmung der Sphene Capital GmbH weder gänzlich noch teilweise vervielfältigt, noch an Dritte weiter gegeben werden. Diese Studie dient lediglich Informationszwecken und wird auf vertraulicher Basis übermittelt. Die in dieser Studie behandelten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Investoren nicht geeignet sein, abhängig von dem jeweiligen Anlageziel und geplanten Anlagezeitraum oder der jeweiligen Finanzlage. Diese Studie kann eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte kontaktieren Sie den Investmentberater Ihrer Bank.

Diese Studie darf in anderen Rechtsordnungen nur im Einklang mit dem dort geltenden Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Studie gelangen, sollten sich über die jeweils geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Studie oder eine Kopie von ihr darf im Vereinigten Königreich nur an folgende Empfänger verteilt werden: (a) Personen, die über berufliche Erfahrung in Anlagedingen verfügen, die unter Artikel 19(1) der „Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001“ (Verordnung über die Werbung für Finanzprodukte von 2001 im Rahmen des Gesetzes über Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte von 2000) (die „Verordnung“) fallen, oder (b) Unternehmen mit umfangreichem Vermögen, die unter Artikel 49(2)(A) bis (D) der Verordnung fallen, sowie sonstige Personen, an die das Dokument gemäß Artikel 49(1) der Verordnung rechtmäßig übermittelt werden darf (alle diese Personen werden zusammen als „Relevante Personen“ bezeichnet). Jede Person, bei der es sich nicht um eine Relevante Person handelt, sollte diese Studie und deren Inhalt nicht als Informations- oder Handlungsbasis betrachten.

Diese Studie stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Finanzinstruments des analysierten Unternehmens oder zum Abschluss eines Beratungsvertrags dar. Weder diese Studie noch irgendwelche Bestandteile darin bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitiger Verpflichtungen irgendeiner Art. Sphene Capital GmbH und mit ihr verbundene Unternehmen lehnen jegliche Haftung für Schäden im Zusammenhang mit der Veröffentlichung und/oder Verwendung dieser Studie oder ihrer Inhalte ab. Weder Sphene Capital GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen geben eine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit und Richtigkeit der in dieser Studie enthaltenen Informationen ab. Eine unabhängige Überprüfung der verwendeten Informationen wurde nicht vorgenommen. Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen sind diejenigen des Verfassers dieser Studie, die im Zusammenhang mit seiner Research-Tätigkeit abgegeben werden. Sie entsprechen dem Stand der Erstellung dieser Studie und können sich aufgrund künftiger Ereignisse und Entwicklungen ändern. Weder der Sphene Capital GmbH noch einem mit der Sphene Capital GmbH verbundenen Unternehmen können solche Aussagen automatisch zugerechnet werden. **Sphene Capital GmbH behält sich das Recht vor, in dieser Studie geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu widerrufen oder zu ändern.** Sphene Capital GmbH hat möglicherweise Studien veröffentlicht, die im Hinblick auf in dieser Studie enthaltene Informationen zu anderen Ergebnissen kommen. Diese Studien können die unterschiedlichen Annahmen und Herangehensweisen ihrer Verfasser reflektieren. Aussagen der Vergangenheit dürfen nicht als Indiz oder Garantie für nachfolgende Aussagen angesehen werden. Vielmehr werden hinsichtlich zukünftiger Aussagen weder explizit noch implizit Zusicherungen oder Garantien abgegeben.

Diese Studie wird per Email und/oder per Post an professionelle Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.

**Bei den in dieser Studie genannten Aktienkursen handelt es sich um die XETRA-Schlusskurse oder, wenn ein XETRA-Kurs nicht existiert, um den Kurs der jeweiligen nationalen Börse, des dem Tag der Studie vorangehenden Handelstages.**

#### Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

**Buy:** Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

**Hold:** Wir rechnen mit einer Out-/ Underperformance zur Benchmark DAX um maximal 10%.

**Sell:** Wir rechnen mit einem Rückgang des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

#### Risikoeinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit, dass das Ergebnis des analysierten Unternehmens von dem von uns prognostizierten Ergebnis aufgrund von unternehmens- oder marktspezifischen Gegebenheiten um mehr als 20% abweicht:

Risiko	Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit
Sehr hoch	>80%
Hoch	50-80%
Mittel	20-50%
Niedrig	<20%

#### Angaben zu möglichen Interessenkonflikten gemäß § 34b Abs. 1 Nr. 2 WpHG und Finanzanalyseverordnung

Gemäß § 34b Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung besteht u. a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen

- ★ an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine Beteiligung von mehr als 5% hält,
- ★ in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem Konsortium war, das die Wertpapiere des analysierten Unternehmens übernommen hat,
- ★ die Wertpapiere des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages betreut,
- ★ in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages Investmentbanking-Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging,
- ★ mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen hat,
- ★ und mit diesem verbundene Unternehmen regelmäßig Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate handeln,
- ★ oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

#### Sphene Capital GmbH verwendet die folgenden Keys:

**Key 1:** Das analysierte Unternehmen hat für die Erstellung dieser Studie aktiv Informationen bereitgestellt.

**Key 2:** Diese Studie wurde vor Verteilung dem analysierten Unternehmen zugeleitet und im Anschluss daran wurden Änderungen vorgenommen. Dem analysierten Unternehmen wurde dabei kein Research-Bericht oder -Entwurf zugeleitet, der bereits eine Anlageempfehlung oder ein Kursziel enthielt.

**Key 3:** Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Sphene Capital GmbH und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.

**Key 4:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.

**Key 5:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Aktien des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.

**Key 6:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.

- Key 7:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder eine ihr nahestehende Person/nahestehendes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie war innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- Key 8:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung dieser Studie getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung hat Sphene Capital GmbH eine marktübliche, vorab entrichtete Flat-Fee erhalten.
- Key 9:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisionseinnahmen beteiligt.
- Key 10:** Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.

**Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):**

Datum:	Kursziel:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
07.08.2014	EUR 1,50	Buy	8
10.12.2013	EUR 2,90	Buy	1, 2, 8
24.10.2013	EUR 2,90	Buy	1, 2, 8

Ein Überblick über die Anlageempfehlungen der Sphene Capital GmbH ist abrufbar unter <http://www.sphene-capital.de>

**Erklärungen gemäß § 34b Abs. 1 Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung:**

**Informationsquellen**

Die Studie basiert auf Informationen, die aus sorgfältig ausgewählten öffentlich zugänglichen Quellen stammen, insbesondere von Finanzdatenanbietern, den Veröffentlichungen des analysierten Unternehmens und anderen öffentlich zugänglichen Medien.

**Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter**

Für die Erstellung der Studie wurden unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Aktienanalyse, quantitative statistische Methoden und Modelle, sowie Verfahrensweisen der technischen Analyse verwendet (inter alia historische Bewertungsansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder Sum-Of-The-Parts-Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle, der Economic-Profit-Ansatz, Multiplikatoren Modelle oder Peergroup-Vergleiche). Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Währungen, Zinsen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen und politische Entwicklungen die Bewertungen von Unternehmen.

Gewählte Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich auch auf den einzelnen Modellen basierende Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf Monaten ausgerichteten Anlageempfehlungen können ebenfalls Marktbedingungen unterworfen sein und stellen deshalb eine Momentaufnahme dar. Die erwarteten Kursentwicklungen können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

**Erklärung des Erstellers dieser Studie**

Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen entsprechen den Ansichten des Verfassers dieser Studie. Die Vergütung des Erstellers einer Studie hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen, die in der Studie geäußert werden, zusammen.