

# HPI AG

Reuters: HPIG.DE

Bloomberg: CEW3:GR

**Rating: Sell** (bislang Buy) **Risiko: Sehr hoch**  
**Kurs: EUR 0,51**  
**Kursziel: EUR 0,50** (bislang EUR 1,50)

## Gläubigerversammlung mit unklarem Ausgang

Auf der Internetseite von HPI findet sich die Einladung zu einer Gläubigerversammlung, die bislang nur den Inhabern der 9,00%igen Unternehmensanleihe 2011/16 zugestellt worden war; eine Ad-Hoc-Meldung an die Aktionäre ist trotz möglicher gravierender Konsequenzen für die Eigenkapitalgeber nicht erfolgt. Denn den Gläubigern wird eine zinslose Stundung der Zinsansprüche bis zum 1. Dezember 2015 vorgeschlagen; erwähnt werden auch ein Schuldenschnitt und ein Debt-to-Equity-Swap, die den Gläubigern jedoch erst zu einem späteren Zeitpunkt zur Beschlussfassung vorgelegt werden sollen.

Noch am 30.09.2014 wurden vom Unternehmen im Zuge des Exits vom Entry Standard die Umsatz- und EBITDA-Guidance für 2014e bestätigt; diese deckten sich auch mit unseren Planungen und Gesprächseindrücken mit dem Management, wonach dieses nach der erfolgten Integration von TND in 3KV und der Kaufrückabwicklung von REW Technology eine verbesserte operative Entwicklung im zweiten Halbjahr dieses Jahres in Aussicht gestellt hat. Von einer solchen wird HPI jedoch nur noch indirekt profitieren können, da die 100%ige Tochtergesellschaft 3KV nun zur Veräußerung steht.

Vor diesem Hintergrund sind unsere Finanzplanungen hinfällig, die wiederum die Basis für unser Kursziel und Rating sind. Angesichts der erheblichen Unsicherheit über den Ausgang der Gläubigerversammlung sehen wir in unserem bisherigen Worst-Case-Szenario mit einem Kursziel von EUR 0,50 die wahrscheinliche Variante und stufen die Aktie der HPI AG auch auf dem aktuell gedrückten Kursniveau auf Sell zurück.

### Anleihen im Volumen von nominell ca. EUR 11,0 Mio.

Neben kurzfristigen Finanzierungslinien bei verschiedenen Banken hat HPI seit 2011 Unternehmensanleihen und Wandelschuldverschreibungen in einem Volumen von ca. EUR 11,0 Mio. und Nominalverzinsungen von bis zu 9,00% begeben. Hiervon sollten nach u. E. mehr als 90,0% tatsächlich platziert worden sein. Die Laufzeiten der Anleihen enden mehrheitlich am 30. November 2016 (EUR 6,3 Mio. bzw. EUR 1,5 Mio.), zuvor sind bereits Anleihen in Höhe von EUR 2,0 Mio. (April 2015) und EUR 1,2 Mio. (Juni 2016) fällig.

### Krise der HPI

Als Ursachen für die Krise werden der Verlust in der Konzernbilanz 2012 sowie ein voraussichtlicher Verlust für das Jahr 2013e genannt, dessen Abschluss jedoch noch nicht veröffentlicht wurde. Darüber hinaus seien im laufenden Jahr Zuflüsse aus den jeweiligen Tochtergesellschaften erwartet worden, die aus verschiedenen Gründen nicht eingetreten sind, u. a. weil der Bezug des Logistikcenters 2012 und der Zusammenschluss im IT-Bereich einen erheblichen Umsatz- und Ergebnismrückgang bei den Tochtergesellschaften zur Folge hatten. Wir können aus dieser Begründung allerdings keine Entwicklungen nachvollziehen, die zu den nun angekündigten Sanierungsmaßnahmen geführt haben könnten.

WKN/ISIN: A0JCY3/ DE000A0JCY37  
 Indizes: -  
 Transparenz-Level: m:access  
 Gewichtete Anzahl Aktien: 7,2 Mio.  
 Marktkapitalisierung: 3,7 Mio.  
 Handelsvolumen/Tag: 10.000  
 Konzernabschluss 2013: 30. Januar 2015

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				
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%
	9,8%	-27,0%	-24,8%	-13,3%

Je Aktie/EUR				
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	-0,13	0,13

%	2011	2012	2013e	2014e
EK-Quote	32,7%	17,5%	15,0%	14,7%
Gearing	44%	250%	312%	319%

X	2011	2012	2013e	2014e
KGV	19,3	n/a	n/a	n/a
EV/Umsatz	0,20	0,28	0,23	0,25
EV/EBIT	8,0	75,5	112,4	31,8
KBV	1,1	1,2	0,6	0,6

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

**Rückblick H1/2014**

Nach dem Verlassen des Entry Standard teilte HPI am 30.09.2014 mit, dass zukünftig keine ausführlichen Halbjahresberichte mehr veröffentlicht werden. Die bereits im August veröffentlichten vorläufigen Zahlen enthielten lediglich Eckdaten zu Umsätzen und EBITDA. Demnach waren die Erlöse im ersten Halbjahr 2014 um rund -18,0% auf EUR 46,0 Mio. von EUR 57,0 Mio. im Vorjahreshalbjahr zurückgegangen, während das EBITDA auf rund EUR 0,1 Mio. von EUR 0,6 Mio. in H1/2013 gesunken war. Belastet wurden Umsatz und Ergebnis angabegemäß v. a. durch die Fusion von TND und 3KV; hier gingen die Umsätze des Bereichs HPI IT & Electronics auf EUR 31,0 Mio. von EUR 40,0 Mio. zurück, während sich das EBITDA auf EUR 0,4 Mio. von EUR 0,7 Mio. im vergleichbaren Vorjahreszeitraum nahezu halbierte. Die erst 2013 erworbene Tochter REW Technology wurde nicht mehr konsolidiert; nachdem sie seit der Übernahme unter den Erwartungen geblieben war und laut Pressemitteilung von den Altgesellschaftern zurückerworben werden sollte.

**TABELLE 1: ÜBERNAHMEN DER HPI AG**

Gesellschaft	Anteil	Datum	Umsatz	Finanzierung	Aktueller Status
Azego Components	100,0 %	Sep 2010	EUR <2 Mio.	Aktien, Aktien Dritter	Dekonsolidiert
3KV	100,0 %	Dez 2010	EUR 23 Mio.	Cash, Aktien, Earnout	HPI IT & Electronics
HPI Resources	26,0 %	Dez 2010	EUR <2 Mio.	Cash	Verkauft
Mannesmannröhren Logistic	50,02 %	Apr 2011	EUR 20 Mio.	Cash, Earnout	HPI Industrial
NET Consulting	100,0 %	Jan 2012	EUR <2 Mio.	Cash, Earnout	Verkauft
TND	100,0 %	Dez 2012*	EUR 40 Mio.	Cash, Earnout	Verschmolzen mit 3KV
REW Technology	80,1 %	Mrz 2013*	EUR 12 Mio.	Cash, Earnout	Dekonsolidiert

\* TND und REW Technology waren rückwirkend zum 01.01.2012 konsolidiert worden

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

**Im August wurde die Guidance zurückgenommen – und eine operative Besserung in Aussicht gestellt**

Nach den Eckdaten zum Halbjahr hatte das Management die Guidance für das Gesamtjahr 2014e auf einen Umsatz von EUR 105,0 bis 115,0 Mio. (alt: EUR 125,0 bis 130,0 Mio.) und ein EBITDA (ohne Sondereffekte) von EUR 1,4 bis 2,0 Mio. (alt: EUR >3,0 Mio.) gesenkt, womit nach unserer Einschätzung noch immer eine Umsatzbelebung und eine deutliche operative Verbesserung im weiteren Jahresverlauf impliziert worden war. Diese Guidance war zuletzt am 30.09.2014 in der Pressemitteilung zum Verlassen des Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse bestätigt worden. Seither sind keine weiteren Unternehmensmeldungen mehr veröffentlicht worden.

**Nach der überraschenden Einberufung der Gläubigerversammlung und dem damit verbundenen Verlust an Glaubwürdigkeit am Geschäftsmodell des Unternehmens nehmen wir vor dem Hintergrund der Intransparenz über die weitere Konzernstruktur und des unsicheren Ausgangs der Gläubigerversammlung unser Rating für die Aktien der HPI AG auf Sell von Buy zurück.**

**Gläubigerversammlung mit offenem Ausgang**

Zur Umsetzung der vorgeschlagenen Sanierungsmaßnahmen ist nicht nur die Beschlussfähigkeit der Gläubigerversammlung erforderlich – das heißt, dass mehr als die Hälfte der ausstehenden Schuldverschreibungen vertreten sein müssen – sondern auch eine qualifizierte Mehrheit von mindestens 75,0% der an der Abstimmung teilnehmenden Stimmrechte. Angesichts des völlig unvorhersehbaren Ausgangs der Gläubigerversammlung, für deren Scheitern vom Vorstand ein Insolvenzantrag in Aussicht gestellt wird, nehmen wir unser Anlageurteil auf Sell von Buy zurück.

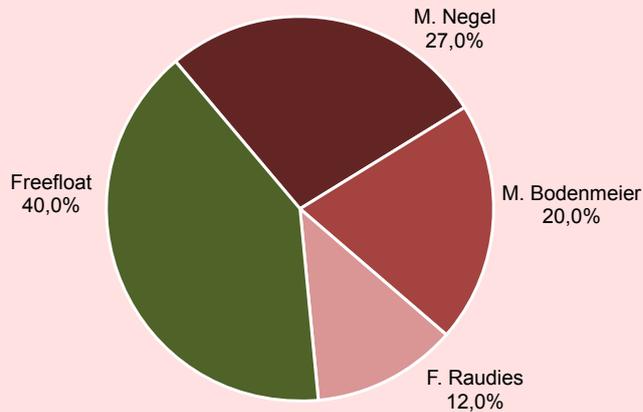
Aufgrund der wenig konkreten Modalitäten der vorgeschlagenen Restrukturierung und Sanierung der HPI AG sehen wir auch unsere bisherigen Schätzungen als hinfällig an.

**Das Geschäftsmodell im Überblick**

Bisheriger Geschäftsgegenstand der HPI ist die Erbringung von Dienstleistun-

gen 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 derzeit in die beiden Konzernbereiche HPI IT & Electronics und HPI Industrial & Renewables:

**ABBILDUNG 1: AKTIONÄRSSTRUKTUR DER HPI AG**



Rund 60% der Anteile befinden sich im Besitz des Managements bzw. der Organen der HPI AG.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

- Ⓢ 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.
- Ⓢ 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	180	180
<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	0,51	0,51	0,51
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					0,50	0,50
Performance bis Kursziel	%						0,0%
<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	580,8	625,1
Pro-Kopf-EBIT	kEUR	3,2	17,1	1,9	1,1	4,6	9,6
<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	3.697,2	3.697,2	3.697,2
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	26.829,6	26.558,7	26.741,3
<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	0,23	0,25	0,24
EV/EBITDA	x	8,0	5,6	28,5	32,1	18,7	11,6
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	112,4	31,8	15,5
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	56,9
KBV	x	1,6	1,1	1,2	0,6	0,6	0,6
KCF	x	1,4	3,8	36,3	n/a	4,1	4,0
FCF-Yield	%	-25,1%	19,8%	-13,8%	-18,6%	6,7%	5,6%
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 Studie wurde erstellt durch die



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)
23.10.2014	EUR 0,50	Sell	8
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.