



Researchstudie (Update)



Halbjahreszahlen im Rahmen der Erwartungen - Rentabilität gesteigert

Kursziel: 2,30 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite II

Rating: KAUFEN

Kursziel: 2,30

aktueller Kurs: 1,25

5.10.2012 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0JCY37

WKN: A0JCY3

Börsenkürzel: CEW3

Aktienanzahl³: 7,250

Marketcap³: 9,16

EnterpriseValue³: 7,61

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 25,0 %

Transparenzlevel:

Entry Standard

Marktsegment:

Freiverkehr

Rechnungslegung:

HGB

ab 2012 IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:

SAB AG

Analysten:

Felix Gode

gode@gbc-ag.de

Cosmin Filker

filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite IV

HPI AG ^{*5}

Unternehmensprofil

Branche: Logistik

Fokus: Einkauf und Logistik

Mitarbeiter: 130 Stand: 30.6.2012

Gründung: 1976

Firmensitz: München

Vorstand: Michael Negel, Falk Raudis



Die HPI AG ist laut eigenen Angaben ein in Europa führender Industriedienstleister im Bereich Einkauf und Logistik mit hoch spezialisiertem Branchen Know-how in den Bereichen Elektronik, Automotive-, Aerospace/Defense-, Chemie/Pharmaindustrie sowie Maschinen- und Anlagenbau. Mit einem betreuten Einkaufsvolumen von über 4 Milliarden €, rund 1.800 Kunden, 4.000 verhandelten Verträgen und über 100 Mitarbeitern ist HPI Europas größter unabhängiger Industriedienstleister für strategisches Beschaffungsmanagement. Das Unternehmen ist in der Lage, seinen Kunden alles aus einer Hand anzubieten - vom kurzfristigen Bestandsmanagement (Brokerage) bis hin zur kompletten Übernahme des gesamten Einkaufsprozesses (Business Processing) sowie der Lagerhaltung. Die HPI-Gruppe wickelt über 2 Millionen Warenbewegungen und über 750.000 Bestellungen pro Jahr ab. Zudem betreut die HPI Gruppe Einkaufsvolumina in Höhe von über 4 Milliarden Euro pro Jahr inklusive 200 Millionen Euro Transport- und Logistikaufträge. Die HPI-Gruppe ist mit 21 Standorten - davon 16 in Europa, 2 in Nordamerika und 3 in Asien - global präsent.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012e	31.12.2013e
Umsatz	29,90	77,11	72,91	81,44
EBITDA	1,31	3,20	2,83	3,23
EBIT	0,45	1,69	2,10	2,45
Jahresüberschuss	0,42	0,20	0,73	0,93

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,07	0,03	0,10	0,13
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

*2010/2011 gemäß HGB, 2012e/2013e gemäß IFRS

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,23	0,10	0,10	0,09
EV/EBITDA	5,19	2,35	2,65	2,32
EV/EBIT	14,98	4,44	3,57	3,06
KGV	21,68	44,86	12,41	9,80
KBV		0,81		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

30.11.2012: Veröffentlichung 9M-Bericht

05.12.2012: MKK Münchner Kapitalmarktkonf.

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffentl. / Kursziel in EUR / Rating

17.8.2012: RS / 2,30 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

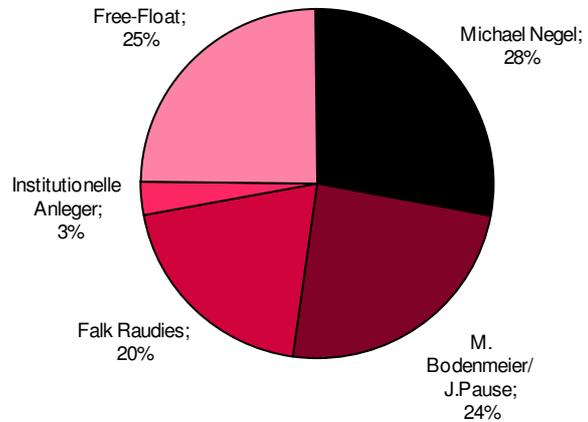
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Unternehmen

Aktionärsstruktur

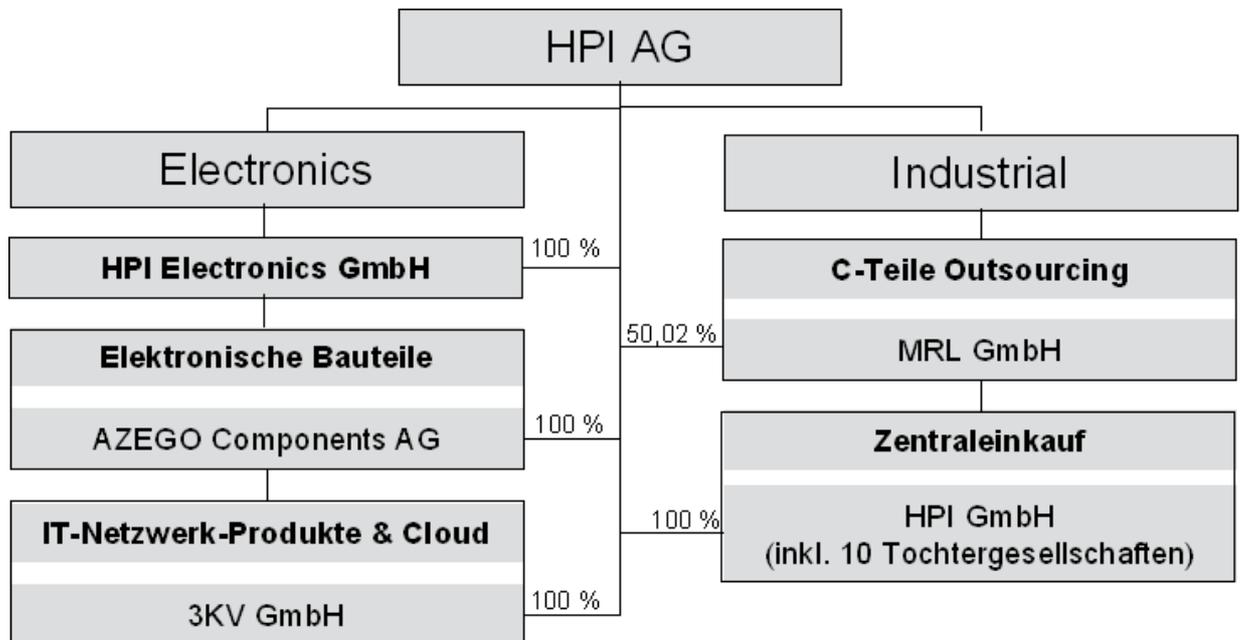
Michael Negel	28%
M. Bodenmeier/J.Pause	24%
Falk Raudies	20%
Institutionelle Anleger	3%
Free-Float	25%
Gesamt	100 %

Aktionärsstruktur Stand: Juni 2012



Quelle: HPI, GBC

Konsolidierungskreis



Quelle: HPI, GBC; * Mit Wirkung zum 01.01.2012 wurden 100 % der Anteile an der HPI Distribution GmbH und 51 % der Anteile an der VCE Virtual Chip Exchange veräußert. Mit Wirkung zum 01.04.2012 wurden zudem 51 % der Anteile an der ce Global Sourcing GmbH veräußert

Wichtige Kunden



Quelle: HPI, GBC

Geschäftsentwicklung 1. HJ 2012

in Mio. €	HJ 2011	Δ 2011/2012	HJ 2012
Umsatzerlöse	38,0	-7,9 %	35,0
Segment Electronics	24,7	-17,8 %	20,3
Segment Industrial	13,3	+ 8,3 %	14,4
EBIT (Marge)*	1,00 (2,6 %)	+ 0,0 %	1,00 (2,9 %)

Quelle: HPI, GBC; *Ergebnisse basieren auf Rechnungslegung nach HGB

Umsatzentwicklung - Entkonsolidierungen prägen - 5,3 % organisches Wachstum

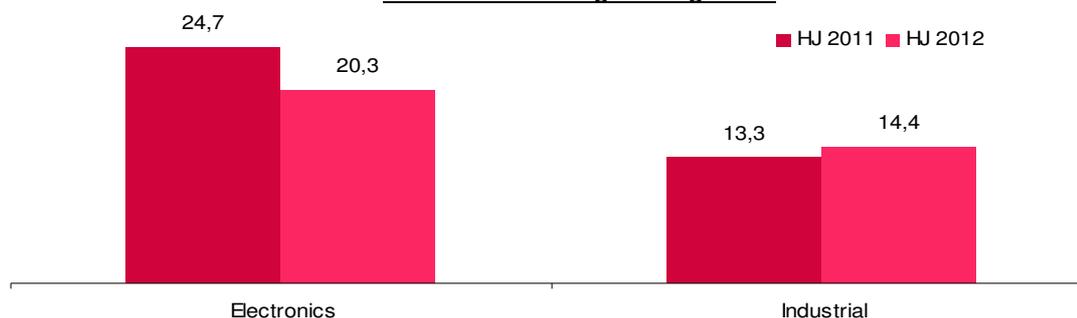
Die Umsatzentwicklung der HPI AG gestaltete sich im 1. HJ 2012 im Rahmen unserer Erwartungen. Nachdem das Unternehmen im Q1 2012 ein Umsatzplus von 2,2 % verzeichnen konnte, war die Umsatzentwicklung im Q2 2012 um 17,0 % rückläufig, so dass sich auf das gesamte 1. HJ 2012 ein Rückgang um 7,9 % einstellte. Dabei ist jedoch zu beachten, dass hierbei Entkonsolidierungen von Tochterunternehmen zu verzeichnen waren, also der Umsatzrückgang als anorganisch zu klassifizieren ist.

So wurden im Segment Electronics bereits zu Beginn des Jahres die VCE Virtual Chip Exchange durch Veräußerung von 51 % der Anteile im Rahmen eines Management-Buyouts sowie die HPI Distribution GmbH durch Veräußerung von 100 % der Anteile entkonsolidiert. Zum 01.04.2012 wurden zudem 51 % der Anteile an der ce Global Sourcing GmbH ebenfalls im Rahmen eines Management Buyouts veräußert und damit seit dem Q2 2012 nicht mehr konsolidiert. Alle drei Effekte haben in Summe zu einem Wegfall von Umsatzerlösen in Höhe von rund 5 Mio. € geführt.

Bereinigt man die Umsatzentwicklung um die anorganischen Entkonsolidierungseffekte, wären die Umsatzerlöse entsprechend höher ausgefallen und es hätte sich gegenüber dem Vorjahreszeitraum ein Zuwachs um 5,3 % ergeben.

Ungeachtet der Entkonsolidierungseffekte entwickelten sich die beiden verbleibenden Unternehmen des Segments Electronics, AZEGO Components GmbH und 3KV GmbH, sehr zufriedenstellend, was die strategische Entscheidung der Straffung der Beteiligungsstruktur unterstreicht. So konnte die auf die Vermarktung von Chip-Überbeständen spezialisierte AZEGO Components GmbH ein Wachstum von 20 % in ihrem Kernbereich verzeichnen. Die 3KV GmbH wies auf Grund der guten Entwicklung in den Bereichen IT-Netzwerksicherheit und Cloud Computing sogar eine Wachstumsrate von 25 % auf. Dies hatte gegenüber dem Umsatzrückgang aus den Entkonsolidierungen einen teilweise ausgleichenden Effekt.

Umsatzentwicklung der Segmente



Quelle: HPI, GBC

Weiterhin überzeugend entwickelte sich auch das Segment Industrial, welches gegenüber dem Vorjahr um 8,3 % zulegen konnte. Dabei lag die Wachstumsrate zum HJ 2012 gegenüber der des Q1 2012 niedriger, was jedoch auf den anorganischen Wachstumseffekt im Q1 2012 zurückzuführen ist, welcher im Zuge der Erstkonsolidierung der MRL entstand. Dieser anorganische Effekt lag bei schätzungsweise 1,5 Mio. €, was entsprechend zu einer Nivellierung der prozentualen Zuwächse im Q2 2012 führte.

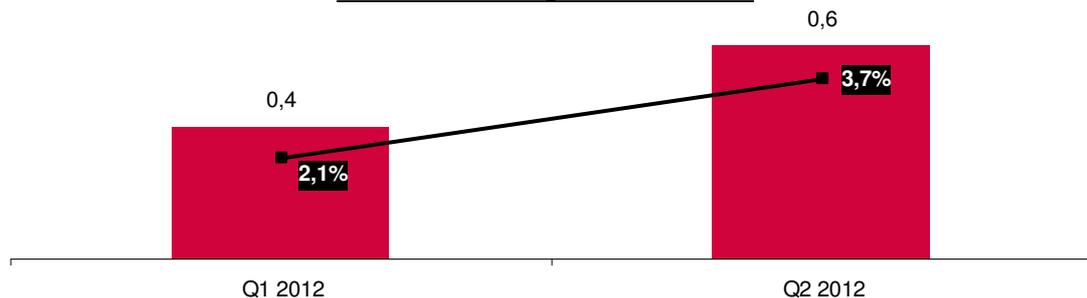
Die Ausdehnung des Vertriebsgebietes der MRL auf Frankreich hat sich im 1. HJ 2012 zwar bereits positiv ausgewirkt, sollte jedoch erst im 2. HJ 2012 deutlich spürbar werden.

Ergebnisentwicklung - Straffung der Struktur zeigt Wirkung - Margen gesteigert

Ergebnisseitig machte sich die Straffung des Konsolidierungskreises bereits im Q2 2012 positiv bemerkbar. Auf Grund der Tatsache, dass die entkonsolidierten Unternehmen zum Einen in stark zyklischen Geschäftsfeldern aktiv sind und zum Anderen mit niedrigeren Margenniveaus operieren als andere Konzerngesellschaften der HPI AG, wirkten sich die Entkonsolidierungen bereits im Q2 2012 sehr positiv auf die Ergebnisse der HPI AG aus.

Nach einem EBIT von 0,4 Mio. € im Q1 2012, wurde im Q2 2012, trotz des niedrigeren Umsatzniveaus, nun ein EBIT in Höhe von 0,6 Mio. € erwirtschaftet. Insbesondere verbesserte sich jedoch die EBIT-Marge von 2,1 % im Q1 2012 auf nunmehr 3,7 % im Q2 2012. Auch gegenüber dem Vorjahresquartal waren die positiven Effekte bereits zu beobachten. Im Q2 2011 lag die erwirtschaftete EBIT-Marge bei 3,4 %, also 0,3 Prozentpunkte unter dem Wert dieses Jahres.

EBIT und EBIT-Marge nach Quartalen



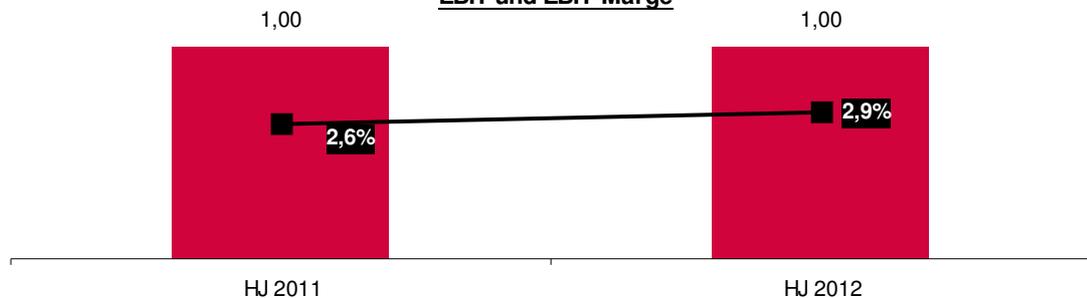
Quelle: HPI, GBC

Insgesamt konnte damit im 1. HJ 2012 ein EBIT in Höhe von 1,0 Mio. € erwirtschaftet werden. Gegenüber dem Vorjahr bedeutet dies zwar absolut gesehen ein unverändertes Ergebnis, jedoch sind dabei die entkonsolidierten Unternehmen zu berücksichtigen, die im Vorjahr noch einen positiven Ergebnisbeitrag beisteuerten.

Die Rentabilität konnte vor diesem Hintergrund verbessert werden, was sich auch in der erzielten EBIT-Marge niederschlägt. Diese verbesserte sich von 2,6 % im Vorjahr auf nunmehr 2,9 % im 1. HJ 2012. Damit liegt die EBIT-Marge bereits zum Halbjahr in der von uns für das Gesamtjahr prognostizierten Größenordnung.

Die positive Entwicklung des Unternehmens ist vor allem auch vor dem Hintergrund zu betonen, dass im 1. HJ 2012 verstärkte Aufwendungen für Personal und Logistik aufgewendet wurden, um den Ausbau des operativen Geschäfts voranzutreiben. So wurde der Vertrieb ausgeweitet und ein neues Logistikzentrum bezogen. Auch der Aufbau des neuen Logistikzentrums der MRL in Nordfrankreich wurde vollzogen, um in Zukunft den französischen Markt und neue Kunden in dieser Region bedienen zu können.

EBIT und EBIT-Marge



Quelle: HPI, GBC

In der Gesamtbetrachtung schätzen wir die Halbjahreszahlen der HPI AG daher als sehr zufriedenstellend ein. Die Zahlen unterstreichen den strategischen Weg, den das Unternehmen eingeschlagen hat und zeigen Erfolge in der Fokussierung auf die wachstumsstarken Märkte IT-Netzwerksicherheit, Cloud Computing und Outsourcing.

Prognose und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012e (alt)	GJ 2012e (neu)	GJ 2013e (alt)	GJ 2013e (neu)
Umsatzerlöse	77,11	80,11	72,91	88,44	81,44
EBITDA (Marge)	3,20 (4,1 %)	3,05 (3,8 %)	2,83 (3,9 %)	3,43 (3,9 %)	3,23 (4,0 %)
EBIT (Marge)*	2,66 (3,5 %)	2,32 (2,9 %)	2,10 (2,9 %)	2,65 (3,0 %)	2,45 (3,0%)
Jahresüberschuss*	1,17	0,88	0,73	1,07	0,93

Quelle: HPI, GBC; *gemäß IFRS

Umsatz- und Ergebnisprognosen an Entkonsolidierungen angepasst

Die Halbjahreszahlen der HPI AG lagen klar im Rahmen unserer Erwartungen. Auch das Management sieht das Unternehmen mit Vorlage der Halbjahreszahlen gut im Rahmen der eigenen Erwartungen und bestätigte die Prognosen für das laufende GJ 2012. Demnach hält der Vorstand der HPI AG weiterhin an der Prognose fest, Umsatzerlöse in Höhe von 80 Mio. € und ein EBIT von 2,3 Mio. € zu erzielen. Auf Grund der erfolgten Entkonsolidierungen wird dieses Ziel - insbesondere umsatzseitig - jedoch nun nur vor dem Hintergrund einer weiteren Akquisition erreicht werden können, welche für das 2. HJ 2012 zu erwarten ist.

Wir passen unsere Prognosen unter Berücksichtigung der Entkonsolidierung der ce Global Sourcing GmbH zum 01.04.2012 entsprechend an und rechnen nunmehr für das GJ 2012 mit Umsatzerlösen in Höhe von 72,91 Mio. €. An unserer Erwartungen bzgl. der organischen Entwicklung halten wir dabei unverändert fest. So gehen wir davon aus, dass sich die Tendenzen des 1. HJ 2012 bestätigen und der Bereich Electronics und dabei insbesondere der Bereich IT-Netzwerkprodukte (3KV) der größte Wachstumstreiber sein wird. Aber auch der Bereich C-Teile Outsourcing wird sich voraussichtlich weiter gut entwickeln. Hierbei sollte sich die Ausweitung des C-Teile Outsourcing-Geschäfts auf Frankreich sowie die Gewinnung von neuen Kunden innerhalb des 1. HJ 2012 positiv auswirken.

Weitere Übernahmen haben wir in unseren Prognosen nicht berücksichtigt. Eine solche ist jedoch gemäß Unternehmensangaben noch im 2. HJ 2012 mit einer hohen Wahrscheinlichkeit zu erwarten. Laut Aussagen des Managements würden im Falle einer erfolgreichen Übernahme Umsatzerlöse in Höhe von über 10 Mio. € hinzukommen, womit die bestehende Umsatzgröße der Managementprognose von 80 Mio. € entsprechend erreicht werden würde.

Bereiche (in Mio. €)	Umsatz 2011	Umsatz 2012e	Delta 11/12	Umsatz 2013e	Delta 12/13
Electronics - Elektr. Bauelemente*	24,22	5,60	-76,9 %	6,25	+11,9 %
Electronics - IT-Netzwerk-Produkte	24,58	35,00	+42,4 %	38,50	+10,0 %
Segment Electronics gesamt	48,80	40,60	-16,8 %	44,75	+10,2 %
Industrial - C-Teile Outsourcing	22,42	25,83	+15,2 %	29,88	+15,7 %
Industrial - Zentraleinkauf	5,89	6,48	+10,0 %	6,80	+5,0 %
Segment Industrial gesamt	28,31	32,31	+14,1 %	36,69	+13,6 %
Gesamt	77,11	72,91	-5,4 %	81,44	+11,7 %

Quelle: HPI, GBC; *Der Umsatzrückgang ist auf die Entkonsolidierung der ce Global Sourcing GmbH zum 01.04.2012 zurückzuführen.

Die Entkonsolidierung der ce Global Sourcing GmbH wirkt sich auch auf die Ergebnisse der HPI AG aus. So gehen wir davon aus, dass sich diese gegenüber unseren bisherigen Schätzungen mit rund 0,2 Mio. € auf das EBIT auswirken wird. Zwar erzielte die ce Global Sourcing GmbH im GJ 2011 mit 0,9 Mio. € ein weitaus höheres EBIT, jedoch ist das Vorjahr im Zuge der Tsunami-Katastrophe in Japan und der Flut-Katastrophe in Thailand und der daraus resultierenden Knappheit bei elektronischen Bauelementen außerordentlich begünstigt gewesen. In diesem Jahr ist von einer Normalisierung auszugehen. Zudem erfolgte die Entkonsolidierung zum 01.04.12, so dass das Ergebnis des Q1 2012 noch im Konzernergebnis enthalten ist.

Des Weiteren wirkten sich die erfolgten Entkonsolidierungen bereits im 1. HJ 2012 sehr positiv auf die Margenentwicklung aus. Dies wird sich auch im 2. HJ 2012 als unterstützend erweisen und zu einer Festigung der Margenniveaus führen. Wir halten daher an unserer bisherigen Margenerwartung bei den EBIT-Kennzahlen von 2,9 % für das GJ 2012 sowie 3,0 % für das GJ 2013 fest. Die zu erwartende Übernahme sollte dann den entsprechenden Beitrag leisten, um das vom Management angestrebte EBIT in Höhe von 2,3 Mio. € zu erreichen.

Bewertung

Discounted Cashflow-Bewertung

Modellannahmen

Die HPI AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2012 bis 2013 in Phase 1, erfolgt von 2014 bis 2019 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir eine jährliche Steigerung beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 4,0 % angesetzt. Die Steuerquote haben wir in Phase 2 mit 30,0 % berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir konservativ eine Wachstumsrate von 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der HPI AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit 2,00 %.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,81.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,96 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) in Höhe von 11,96 %.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Unter Verwendung der entsprechenden Kapitalkosten (WACC) von 11,96 % resultiert ein fairer Unternehmenswert zum Ende des Geschäftsjahres 2013 in Höhe von **16,71 Mio. €**, bzw. **2,30 € je Aktie**. Die in Zuge der an die Entkonsolidierungen angepassten Prognosen, einhergehend mit niedrigeren absoluten Umsatz- und Ergebniserwartungen, werden durch eine höhere Rentabilität ausgeglichen. In den zugrunde liegenden Prognosen gehen wir nunmehr von einer nachhaltigen EBITDA-Marge in Höhe von 4,0 % aus, nach bislang 3,9 %. Dies führt zu einem ausgleichenden Effekt und einem unveränderten Kursziel.

HPI AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	4,0%	ewige EBITA - Marge	3,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	10,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	5,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	
Umsatz (US)	72,91	81,44	85,47	89,70	94,14	98,80	103,69	108,83	
<i>US Veränderung</i>	-5,4%	11,7%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	8,58	9,05	9,00	9,50	9,50	9,50	9,50	9,50	
EBITDA	2,83	3,23	3,38	3,54	3,72	3,90	4,10	4,30	
<i>EBITDA-Marge</i>	3,9%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	
EBITA	2,10	2,45	2,48	2,59	2,77	2,91	3,06	3,21	
<i>EBITA-Marge</i>	2,9%	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	3,0%
Steuern auf EBITA	-0,65	-0,75	-0,74	-0,78	-0,83	-0,87	-0,92	-0,96	
<i>zu EBITA</i>	30,9%	30,8%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	1,45	1,70	1,73	1,82	1,94	2,04	2,14	2,24	
Kapitalrendite	13,4%	14,0%	13,3%	13,1%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,5%
Working Capital (WC)	3,65	4,07	4,31	4,52	4,74	4,98	5,23	5,48	
<i>WC zu Umsatz</i>	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
<i>Investitionen in WC</i>	-1,22	-0,43	-0,24	-0,21	-0,22	-0,23	-0,25	-0,26	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	8,50	9,00	9,50	9,44	9,91	10,40	10,92	11,46	
<i>AFA auf OAV</i>	-0,73	-0,78	-0,90	-0,95	-0,94	-0,99	-1,04	-1,09	
<i>AFA zu OAV</i>	8,6%	8,7%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,83	-1,28	-1,40	-0,89	-1,41	-1,48	-1,55	-1,63	
Investiertes Kapital	12,15	13,07	13,81	13,96	14,65	15,38	16,14	16,94	
EBITDA	2,83	3,23	3,38	3,54	3,72	3,90	4,10	4,30	
Steuern auf EBITA	-0,65	-0,75	-0,74	-0,78	-0,83	-0,87	-0,92	-0,96	
Investitionen gesamt	-2,05	-1,71	-1,64	-1,11	-1,64	-1,72	-1,80	-1,89	
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,83	-1,28	-1,40	-0,89	-1,41	-1,48	-1,55	-1,63	
<i>Investitionen in WC</i>	-1,22	-0,43	-0,24	-0,21	-0,22	-0,23	-0,25	-0,26	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,13	0,77	1,00	1,66	1,25	1,31	1,38	1,45	19,61
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	14,46	15,42							
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	5,56	5,46							
<i>Barwert des Continuing Value</i>	8,90	9,96							
Nettoschulden (Net debt)	-2,74	-3,01							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	17,20	18,43							
Fremde Gewinnanteile	-1,60	-1,72							
Wert des Aktienkapitals	15,60	16,71							
Ausstehende Aktien in Mio.	7,250	7,250							
Fairer Wert der Aktie in EUR	2,15	2,30							

Kapitalkostenermittlung :

<i>risikolose Rendite</i>	2,0%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	1,81
Eigenkapitalkosten	12,0%
<i>Zielgewichtung</i>	100,0%
Fremdkapitalkosten	7,6%
<i>Zielgewichtung</i>	0,0%
Taxshield	28,7%
WACC	12,0%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	10,0%	11,0%	12,0%	13,0%	14,0%
11,5%	2,51	2,26	2,07	1,91	1,78
12,5%	2,68	2,40	2,19	2,01	1,87
13,5%	2,85	2,54	2,30	2,11	1,96
14,5%	3,01	2,68	2,42	2,22	2,05
15,5%	3,18	2,82	2,54	2,32	2,14

Fazit

1. Halbjahr im Rahmen der Erwartungen - gute Entwicklung der Rentabilität -
Prognosen an Entkonsolidierung angepasst - Kursziel von 2,30 € bestätigt

Die Entwicklung der HPI AG lag im 1. HJ 2012 voll im Rahmen unserer Erwartungen. Zwar waren die Umsatzerlöse mit 35,0 Mio. € um 7,9 % rückläufig, jedoch ist dabei zu beachten, dass es durch die Veräußerung von 100 % der Anteile an der HPI Distribution GmbH sowie der Veräußerung von jeweils 51 % der Anteile an den Gesellschaften VCE Virtual Chip Exchange sowie ce Global Sourcing GmbH im Rahmen von Management Buyouts anorganische Veränderungen gab.

Insgesamt sind durch die vollzogenen Entkonsolidierungen ca. 5 Mio. € Umsatzerlöse entfallen. Bereinigt um diesen Effekt wären die Umsatzerlöse demnach bei ca. 40 Mio. € gelegen, was einem organischen Anstieg gegenüber dem Vorjahr um rund 5,3 % entsprechen würde.

Hintergrund für die gute organische Entwicklung der HPI AG, trotz einer sich eintrübenden konjunkturellen Situation, ist insbesondere die starke Entwicklung der Konzerntöchter AZEGO Components GmbH sowie 3KV GmbH. Die beiden Unternehmen wiesen in den ersten sechs Monaten klar zweistellige Wachstumsraten auf und glichen den durch die Entkonsolidierungen entstandenen Umsatzrückgang teilweise aus.

Erfreulich entwickelte sich auch die Ergebnissituation. Trotz der Entkonsolidierungen wurde im 1. HJ 2012 mit 1,0 Mio. € ein EBIT erzielt, das auf Höhe des Vorjahresniveaus lag. Gleichzeitig verbesserte sich die EBIT-Marge von 2,6 % auf 2,9 %. Insbesondere im Q2 2012 zeigten sich dabei die positiven Wirkungen der Straffung des Konsolidierungskreises bereits sehr deutlich. Hier konnte bereits eine EBIT-Marge von 3,7 % erreicht werden.

Vor dem Hintergrund der guten Entwicklung im 1. HJ 2012 haben wir unsere organischen Erwartungen für die HPI AG unverändert belassen, haben jedoch Anpassungen auf Grund der Entkonsolidierungen vorgenommen. Auf Grund dessen gehen wir bei den Umsatzerlösen nun davon aus, dass im GJ 2012 ein Wert von 72,91 Mio. € erreicht wird. Ergebnisseitig halten wir unter Berücksichtigung der Entkonsolidierungen das Erreichen eines EBIT in Höhe von 2,10 Mio. € für realistisch.

Bei unseren Prognosen haben wir weitere Übernahmen jedoch nicht berücksichtigt. Die HPI AG befindet sich derzeit jedoch in konkreten Verhandlungen bezüglich einer weiteren Übernahme, wobei diese noch im 2. HJ 2012 vollzogen werden soll. Diesen anorganische Wachstumseffekt berücksichtigt, geht das Management der HPI AG weiterhin davon aus, Umsatzerlöse in Höhe von 80 Mio. € sowie ein EBIT von 2,3 Mio. € zu erreichen.

Mit einer Bewertung auf Buchwertniveau und einem 2013er KGV von 9,8 ist die Aktie der HPI AG nicht teuer bewertet. Zudem verfügt das Unternehmen auch in den kommenden Perioden über ein sehr attraktives Wachstumspotenzial, organisch und anorganisch. Vor diesem Hintergrund und der gesteigerten Rentabilität im 1. HJ 2012, bestätigen wir unser Kursziel von 2,30 €. Entsprechend dem hohen Kurspotenzial für die Aktie erneuern wir auch unser Rating KAUFEN.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleId/98/>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleId/98/>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de.**

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Stellv. Chefanalyst

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de