



Researchstudie (Anno)



Übernahmen bringen HPI in neue Größenordnung - Deutliche Ergebnisverbesserungen für 2014 und 2015 zu erwarten

Kursziel: 1,75 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 18

Inhaltsangabe

Unternehmen

Aktionärsstruktur.....	2
Konsolidierungskreis.....	2
Wichtige Kunden.....	2

Markt und Marktumfeld

Deutscher IT-Markt.....	3
Markt für Cloud Computing.....	3
Markt für Business Process Outsourcing.....	4
Markt für erneuerbare Energien.....	4

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick.....	5
Geschäftsentwicklung GJ 2012.....	6
Umsatzentwicklung.....	6
Ergebnisentwicklung.....	7
Geschäftsentwicklung 1. HJ 2013.....	8
Umsatzentwicklung.....	8
Ergebnisentwicklung.....	9
Einzelabschluss der Holdinggesellschaft HPI AG.....	10
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	11
SWOT-Analyse HPI AG.....	12
Prognose und Modellannahmen.....	13
Umsatzprognosen.....	13
Ergebnisprognosen.....	14

Bewertung

Discounted Cashflow-Bewertung.....	15
Modellannahmen.....	15
Bestimmung der Kapitalkosten.....	15
Bewertungsergebnis.....	15
Discounted Cashflow-Betrachtung.....	16

Fazit

17

Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss	18
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	20

HPI AG *4;5

Rating: KAUFEN

Kursziel: 1,75

Aktueller Kurs: 1,19
25.11.2013/9:02/ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0JCY37

WKN: A0JCY3

Börsenkürzel: CEW3

Aktienanzahl³: 8,368

Marketcap³: 8,63
Enterprise Value³: 26,08
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 29,00 %

Transparenzlevel:
Entry Standard

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.2013

Designated Sponsor:
HSBC T. & B.

Analysten:

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite 20

Unternehmensprofil

Branche: Logistik

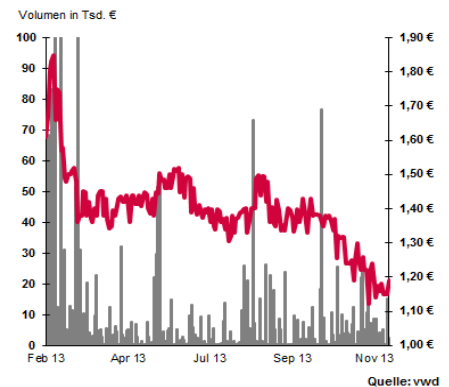
Fokus: Einkauf und Logistik

Mitarbeiter: 147

Gründung: 1976

Firmensitz: München

Vorstand: Michael Negel, Falk Raudies



Mit einem betreuten Einkaufsvolumen von über 4 Milliarden Euro, 3.800 Kunden, 4.000 verhandelten Verträgen und über 220 Mitarbeitern ist die HPI AG (Hoechst Procurement International) Europas größter unabhängiger Industriedienstleister für strategisches Beschaffungsmanagement. Der Erfolg der HPI AG basiert auf einer langjährigen Expertise als Einkaufsdienstleister in den Sektoren Elektronik, Automotive, Aerospace, Chemie/Pharma sowie Maschinen- und Anlagenbau. 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) und der Lagerhaltung. Die globale Präsenz der HPI-Gruppe an 24 Standorten – in 7 Ländern – bietet den Kunden nachhaltige Einsparungs- und Qualitätssteigerungspotentiale. In enger Zusammenarbeit mit ihren Kunden stärkt HPI die Rolle des Einkaufs als Wertschöpfungstreiber im Unternehmen.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR / GJ Ende	31.12.2012	31.12.2013e	31.12.2014e	31.12.2015e
Umsatz	115,44	121,00	131,00	146,5
EBITDA	1,12	1,50	3,13	4,16
EBIT	0,42	0,85	2,53	3,56
Jahresüberschuss	-2,31	-1,85	0,03	1,03

Kennzahlen in EUR	31.12.2012	31.12.2013e	31.12.2014e	31.12.2015e
Gewinn je Aktie	-0,32	-0,26	0,00	0,14
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen	31.12.2012	31.12.2013e	31.12.2014e	31.12.2015e
EV/Umsatz	0,23	0,22	0,20	0,18
EV/EBITDA	23,33	17,39	8,33	6,27
EV/EBIT	61,94	30,68	10,31	7,33
KGV	-3,74	-4,66	287,58	8,38
KBV	1,13			

Finanztermine:

Datum: Ereignis
05.12.2013: Münchner Kapitalmarktkonferenz
13.12.2013: Veröffentlichung 9M-Bericht

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating
12.02.2013: RG / 2,30 / KAUFEN
05.11.2012: RG / 2,30 / KAUFEN
08.10.2012: RS / 2,30 / KAUFEN
21.08.2012: RS / 2,30 / KAUFEN

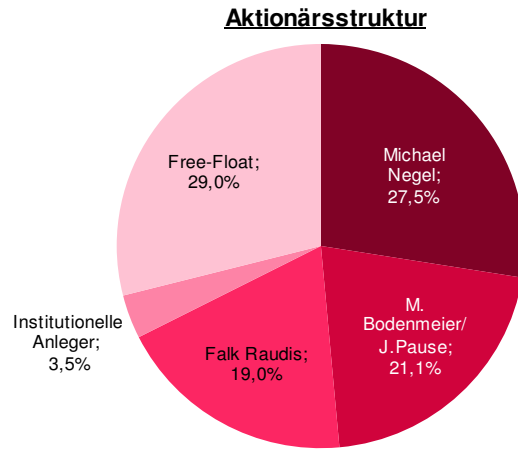
RS = Research Studie; RG = Research Guide;
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Unternehmen

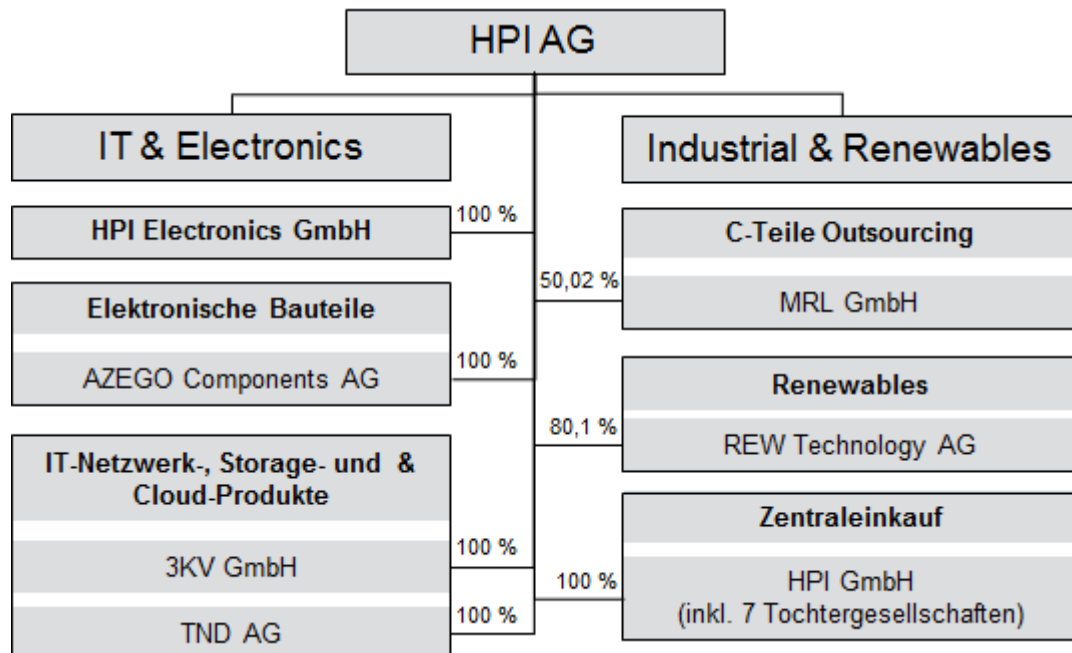
Aktionärsstruktur

Michael Negel	27,5%
M. Bodenmeier/J.Pause	21,1%
Falk Raudies	19,0%
Institutionelle Anleger	3,5%
Free-Float	29,0%
Gesamt	100,0 %

Quelle: HPI, GBC



Konsolidierungskreis



Quelle: HPI, GBC

Wichtige Kunden



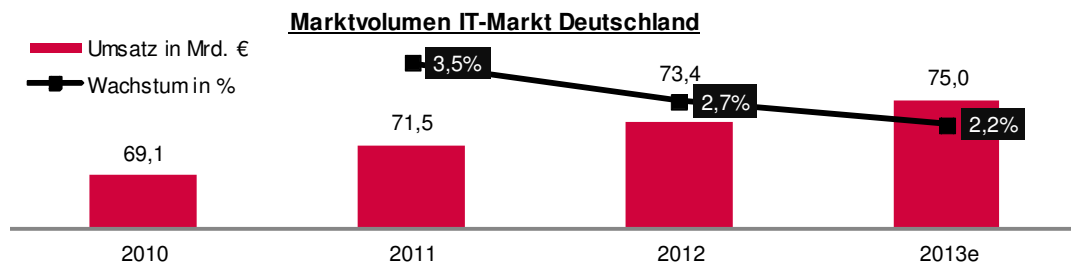
Quelle: HPI, GBC

Markt und Marktumfeld

Deutscher IT-Markt wächst 2013 um 2,2 % - überproportional zur Gesamtwirtschaft

Mit der Übernahme der TND AG hat die HPI AG jüngst ihre Fokussierung auf den Bereich IT weiter gestärkt und das Leistungsspektrum abgerundet. Während die schon seit 2010 zum Konzernverbund gehörende 3KV GmbH auf Netzwerk-, Security- und Cloud-Lösungen spezialisiert ist, ergänzt TND die Palette um Server- und Stagesysteme. Im GJ 2012 steuerte der Bereich IT-Netzwerkprodukte, zu dem die beiden Tochtergesellschaften zugeordnet sind, mit 72,5 Mio. € 63 % der Konzern-Umsatzerlöse bei. Damit ist die HPI AG nunmehr im hohen Maße von der IT-Branche abhängig.

Der Markt für Informationstechnik (IT) in Deutschland hat sich im Jahr 2012 mit einem Wachstum um 2,7 % äußerst robust gezeigt und sich deutlich besser als die Gesamtwirtschaft entwickelt. Das Umsatzvolumen der Branche erhöhte sich damit auf nunmehr 73,4 Mrd. €. Wenngleich der Branchenverband BITKOM davon ausgeht, dass sich das Wachstumstempo im Jahr 2013 leicht verlangsamen wird, ist mit Zuwächsen um 2,2 % auf 75,0 Mrd. € noch immer eine klar überproportionale Aufwärtsbewegung zu erwarten.

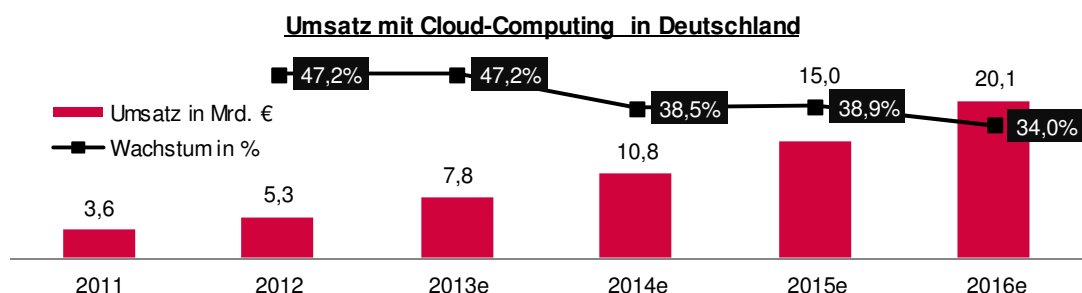


Quelle: BITKOM, EITO

Cloud Computing als wesentlicher Wachstumstreiber der IT-Branche

Dabei gehen die Branchenexperten davon aus, dass der IT-Hardware-Markt leicht um 0,3 % schrumpfen wird, was jedoch hauptsächlich auf einen Rückgang beim Geschäft mit Desktop-PCs und Notebooks zurückgeführt wird. Ein wesentlicher Wachstumstreiber wird hingegen auch im Jahr 2013 das Thema Cloud Computing bleiben. Bereits im Jahr 2012 wies der Cloud Computing-Umsatz im Geschäftskundenbereich eine Größenordnung von 3,0 Mrd. € auf und machte damit einen Umsatzanteil rund 4 % am gesamten Umsatz der IT-Branche aus.

Hier ist zu erwarten, dass sich dieser Anteil in den kommenden Jahren noch einmal drastisch erhöhen wird. Die Branchenexperten von Experton gehen davon aus, dass sich die Umsatzerlöse mit Cloud Computing alleine in Deutschland bis zum Jahr 2016 auf 20,1 Mrd. € vervierfachen werden. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 39,6 %. Insbesondere im Bereich der gewerblichen Nutzung (B2B) soll sich die Nutzung von Cloud Computing überproportional stark entwickeln. Hier geht Experton davon aus, dass sich das Volumen von 3,0 Mrd. € im Jahr 2012 auf 13,7 Mrd. € im Jahr 2016 steigern wird. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von sogar 46,2 %. Diese Tendenz unterstreicht auch eine von KPMG durchgeführte Umfrage, welche aufzeigt, dass Ende 2012 bereits 37 % aller deutschen Unternehmen Cloud Computing nutzen, nachdem es im Vorjahr erst 28 % waren. Das Aufwärtspotenzial wird anhand dieser Dynamik und dem hohen weiteren Durchdringungspotenzial gut deutlich.



Quelle: Experton, BITKOM

Weitere Wachstumspotenziale im Bereich Business Process Outsourcing - BPO

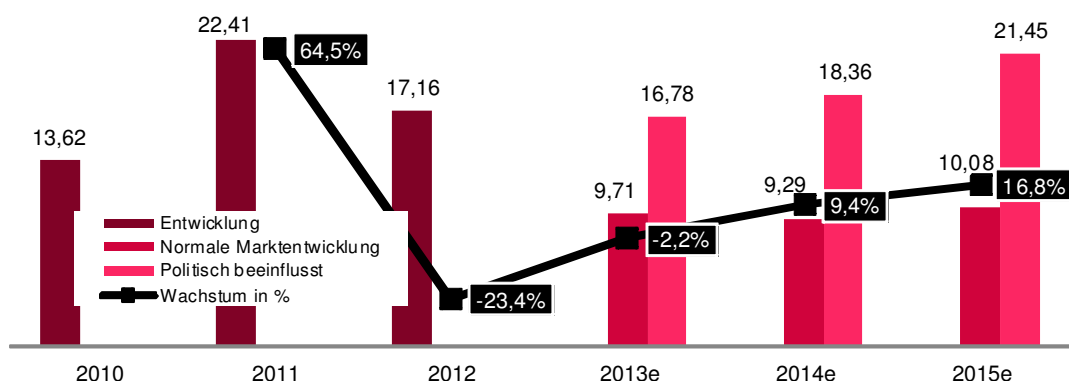
Laut einer Studie der Everest Group konnte der Markt für Procurement Outsourcing, mit einer Wachstumsrate von 10 % in 2012, den positiven Trend aus den beiden Vorjahren erneut fortsetzen. Auch in Zukunft sollte der Bereich Business Process Outsourcing positive Wachstumsraten erzielen. Laut einer Umfrage der Steria Mummert Consulting AG ist bei 95 % aller befragten Entscheidern eine konkrete Absicht oder zumindest ein grundsätzliches Interesse ein Outsourcing-Vorhaben umzusetzen, vorhanden. Durch steigenden Wettbewerb wird der Drang zur Kosteneffizienz immer größer. Das Ergebnis der Umfrage von Steria Mummert Consulting spiegelt dies ebenfalls wider, denn die Mehrzahl der Befragten ist der Auffassung, dass durch Outsourcing signifikante Kostenersparnisse von 20 bis über 50 % möglich sind. Zusätzlich zur Kostenreduktion eröffnet die Realisierung von Outsourcing Projekten die Möglichkeit, die erhöhte Flexibilität innerhalb des Unternehmens zur verstärkten Konzentration auf das Kerngeschäft zu verwenden. Neben der Kostenreduzierung erhöht dieser Umstand zusätzlich die Nachfrage nach intelligenten Process Outsourcing-Programmen.

Im Bereich der Logistik ist das Thema Outsourcing, trotz einer Sättigung in den Bereichen Transport und Lagerhaltung, weiterhin aktuell. Zu diesem Ergebnis kommt auch die Miebach Consulting GmbH. Obwohl Logistik-Outsourcing für den Großteil der Befragten als erfolgreicher Prozess gesehen wird, haben sich die Motive für eine Auslagerung jedoch verändert. Statt einem Fokus auf die Kostenreduzierung, steht nun die Vermeidung von Investitionen und die damit einhergehende Bindung von Kapazitäten im Vordergrund. Die Kommissionierung und Lagerung bilden dabei die Kernbereiche der geplanten Auslagerungen. Auch die Bundesvereinigung der Logistik berichtet in der Studie „Embracing Global Logistics Complexity to Drive Market Advantage“ welche dieses Jahr veröffentlicht wurde, über einen Wandel im Bereich Logistik-Outsourcing. Die Unternehmen bewerten ihre Geschäftsbeziehungen innerhalb der Wertschöpfungskette neu und prüfen gezielt, welche Auswirkungen durch Logistik-Outsourcing entstehen könnten. Eine weitere Erkenntnis der Studie ist, dass ein Großteil der Unternehmen dazu tendiert, den Transportbereich vollständig an Dritte auszulagern. Daher wird für die nächsten fünf Jahre mit einem weiteren Anstieg der Outsourcing-Aktivitäten im Transportwesen gerechnet. Dies sollte wiederum der HPI AG zu Gute kommen.

Erholung des Marktes für Erneuerbare Energien in 2014 und 2015 erwartet

Nachdem im Jahr 2012 mit 7.600 MWp der Höchstwert an Leistung neu installierter PV-Anlagen in Deutschland zu verzeichnen war, wird mit 3.000 bis 4.000 MWp ein deutlicher Rückgang für das Jahr 2013 erwartet (BSW-Solar 31.10.2013). Nach diesem Übergangsjahr ist im Jahr 2014 mit einer leichten Erholung zu rechnen. Diese Erwartung zeichnet sich auch innerhalb Europas ab. Auf europäischer Ebene wird nach dem Übergangsjahr 2013 ein erneutes Wachstum für die nächsten Jahre erwartet. In 2014 könnte dieses bei entsprechender Netzpolitik bereits 9,4 % erreichen. Maßgeblich für die Entwicklung des Photovoltaik-Marktes werden demnach sowohl die Netzpolitik, als auch die entsprechenden Förderanreize der einzelnen Länder sein. Mit der Akquisition der REW Technology AG sollte es der HPI AG möglich sein, von einem wiederkehrenden Wachstum im Bereich der Photovoltaik-Anlagen, bzw. erneuerbaren Energien insgesamt, profitieren zu können.

Entwicklung des europäischen Photovoltaik-Marktes (im MW)



Quelle: EPIA - European Photovoltaic Industry Association

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2011	in %	GJ 2012	in %	GJ 2013e	in %	GJ 2014e	in %	GJ 2015e	in %
Umsatzerlöse	77,106	100,00%	115,435	100,00%	121,000	100,00%	131,000	100,00%	146,500	100,00%
Bestandsveränderung	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Aktivierete Eigenleistungen	0,000	0,00%	0,061	0,05%	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Materialaufwand	-54,242	-70,35%	-95,559	-82,78%	-102,245	-84,50%	-108,730	-83,00%	-121,595	-83,00%
Rohertag	22,864	29,65%	19,937	17,27%	18,755	15,50%	22,270	17,00%	24,905	17,00%
sonstige betriebliche Erträge	1,283	1,66%	2,795	2,42%	1,500	1,24%	1,000	0,76%	1,000	0,68%
Personalaufwand	-10,887	-14,12%	-9,734	-8,43%	-9,000	-7,44%	-10,750	-8,21%	-11,123	-7,59%
Abschreibungen	-0,827	-1,07%	-0,697	-0,60%	-0,650	-0,54%	-0,600	-0,46%	-0,600	-0,41%
sonstige betriebliche Aufwendungen	-10,516	-13,64%	-11,879	-10,29%	-9,755	-8,06%	-9,390	-7,17%	-10,621	-7,25%
EBIT	1,917	2,49%	0,421	0,37%	0,850	0,70%	2,530	1,93%	3,561	2,43%
Zinserträge	-0,017	-0,02%	0,224	0,19%	0,200	0,17%	0,200	0,16%	0,300	0,21%
Zinsaufwendungen	-0,590	-0,77%	-1,803	-1,56%	-2,000	-1,65%	-1,750	-1,34%	-1,750	-1,19%
EBT	1,310	1,70%	-1,158	-1,00%	-0,950	-0,79%	0,980	0,75%	2,111	1,44%
Ertragssteuern	-0,379	-0,49%	-0,894	-0,77%	-0,500	-0,41%	-0,550	-0,42%	-0,633	-0,43%
sonstige Steuern	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Jahresüberschuss vor Minderheiten	0,931	1,21%	-2,052	-1,78%	-1,450	-1,20%	0,430	0,33%	1,478	1,01%
Minderheitenanteile	-0,399	-0,52%	-0,255	-0,22%	-0,400	-0,33%	-0,400	-0,31%	-0,450	-0,31%
Jahresüberschuss	0,532	0,69%	-2,307	-2,00%	-1,850	-1,53%	0,030	0,02%	1,028	0,70%
EBITDA	2,744		1,118		1,500		3,130		4,161	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	3,6 %		1,0 %		1,2 %		2,4 %		2,8 %	
EBIT	1,917		0,421		0,85		2,530		3,561	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	2,5 %		0,4 %		0,7 %		1,9 %		2,4 %	
Ergebnis je Aktie	0,08		-0,32		-0,26		0,00		0,14	
Dividende je Aktie	0,00		0,00		0,00		0,00		0,00	
Aktienanzahl in Mio. Stück	7,250		7,250		7,250		7,250		7,250	

Quelle: HPI, GBC

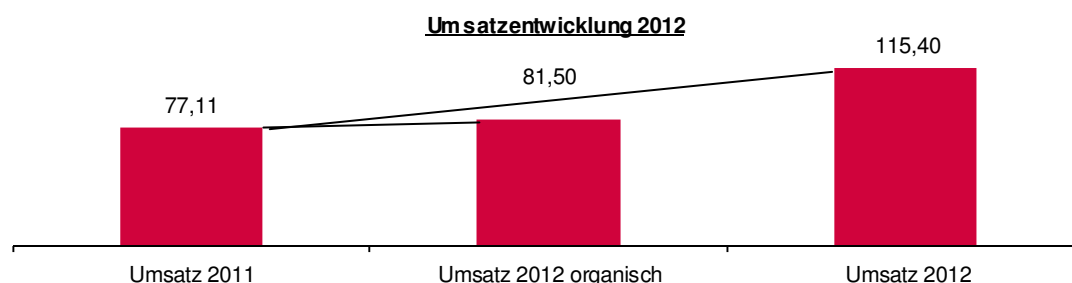
Geschäftsentwicklung GJ 2012 - Übernahmen erhöht Wachstum - Ergebnis sinkt

in Mio. €	GJ 2011	Δ 2011/2012	GJ 2012
Umsatzerlöse	77,11	+49,7 %	115,44
EBITDA (Marge)	2,74 (3,6 %)	-59,2 %	1,12 (1,0 %)
EBIT (Marge)	1,92 (2,5 %)	-78,0 %	0,42 (0,4 %)
Konzernergebnis nach Minderheiten	0,53	k.A.	-2,31

Quelle: HPI, GBC

Umsatzentwicklung - organisches und anorganisches Wachstum auf > 100 Mio. €

Die getätigten Übernahmen haben die HPI AG in eine neue Umsatzgrößenordnung geführt. So trugen die Übernahmen der TND AG sowie der REW Technology AG zu anorganischen Umsatzeffekten in Höhe von 39,70 Mio. €, respektive 12,00 Mio. €, bzw. insgesamt von 51,70 Mio. € bei. Damit wuchs die Umsatzgröße des Konzerns auf nunmehr über 100 Mio. € und lag bei 115,44 Mio. €. Dabei machte sich die Entkonsolidierung von mehreren Konzernunternehmen (siehe Tabelle unten) umsatzmindernd bemerkbar. Während die nun entkonsolidierten Unternehmen im GJ 2011 noch 22,22 Mio. € an Umsatz beisteuerten, waren es im GJ 2012 nur noch 2,20 Mio. €. Im GJ 2013 wird der Umsatzbeitrag dieser Gesellschaften vollständig entfallen.



Quelle: HPI, GBC

Dementsprechend lag der organische Umsatzanteil der HPI AG im GJ 2012 bei 81,50 Mio. €, was einem organischen Umsatzwachstum von 5,7 % entspricht. Den höchsten Wachstumsbeitrag steuerte dabei die 3KV GmbH bei, die unverändert dynamisch um 33,4 % wuchs und von der guten Lage der IT-Branche und dem steigenden Sicherheitsbedürfnis im IT-Umfeld profitiert. Die MRL GmbH, die im GJ 2012 organisch den zweitgrößten Umsatzanteil beisteuerte, war leicht um 2,3 % rückläufig, was insbesondere konjunkturell bedingt zu sehen ist.

Insgesamt ist die Umsatzentwicklung der HPI AG im GJ 2012 als zufriedenstellend einzuschätzen. Sowohl das organische, als auch das anorganische Wachstum, brachten das Unternehmen über die 100 Mio. €-Umsatzmarke.

Tochtergesellschaften (in Mio. €)	Umsatz 2011	Umsatz 2012	Delta in %
IT& Electronics	48,80	76,80	+57,4 %
Entkonsolidierte Gesellschaften*	22,22	2,20*	k.A.
AZEGO Components AG	2,00	2,10	+5,0 %
3KV GmbH	24,58	32,80	+33,4 %
TND AG	-	39,70	k.A.
Industrial & Renewables	28,31	38,60	+36,3 %
MRL GmbH	22,42	21,90	-2,3 %
REW Solar AG	-	12,00	k.A.
HPI GmbH	5,89	4,70	-20,2 %
Gesamt	77,11	115,40	+49,7 %

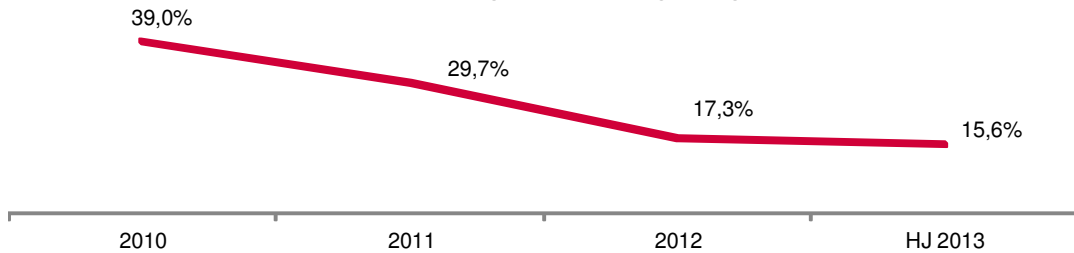
Quelle: HPI, GBC; * Mit Wirkung zum 01.01.2012 wurden 100 % der Anteile an der HPI Distribution GmbH und 51 % der Anteile an der VCE Virtual Chip Exchange veräußert. Mit Wirkung zum 01.04.2012 wurden zudem 51 % der Anteile an der ce Global Sourcing GmbH veräußert

Ergebnisentwicklung - Rohmarge unter Druck - Einmaleffekte belasten Ergebnis

Die Ergebnisentwicklung der HPI AG konnte im GJ 2012 nicht mit der Umsatzentwicklung Schritt halten. Nachdem im Vorjahr ein EBITDA in Höhe von 2,74 Mio. € erreicht wurde, lag dieses im abgelaufenen GJ 2013 bei 1,12 Mio. €. Gleichzeitig verringerte sich die EBITDA-Marge auf 1,0 %, nachdem in den beiden Vorjahren jeweils Werte von über 3,6 % erzielt wurden.

Hintergrund der rückläufigen Ergebnistendenz ist in erster Linie mit der sinkenden Rohertragsmarge in Verbindung zu bringen. Bei den Fixkostenpositionen Personalaufwand und Abschreibungen, aber auch bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen, sind hingegen seit dem GJ 2010 sinkende Kostenquoten zu beobachten. Dies macht deutlich, dass die erfolgten Übernahmen zu Skaleneffekten führen, die einen wertsteigernden Effekt haben.

Entwicklung der Rohertragsmarge



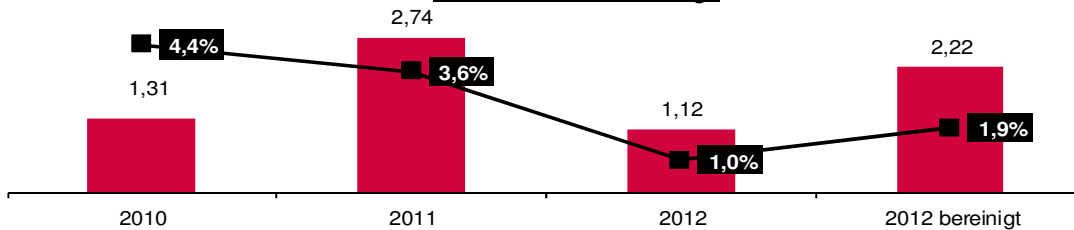
Quelle: HPI, GBC

Der starke Rückgang der Rohertragsmarge dürfte unserer Einschätzung nach durch mehrere Effekte geprägt sein. Zum einen sind die Veränderungen in der Konzernstruktur dafür verantwortlich. Während die inzwischen entkonsolidierte ce Global Sourcing GmbH in konjunkturell starken Jahren hohe Margenbeiträge lieferte, bewegen sich die Rohmargenniveaus der TND AG, die mit 34,4 % einen hohen Umsatzanteil ausmacht, in Größenordnungen von etwas über 9 %. Zum anderen belastete die konjunkturelle Situation sowie der Bezug des neuen Logistikzentrums die Ergebnisse der MRL GmbH, die noch in 2011 einen deutlich höheren Margenbeitrag leistete. Dieser Effekte dürfte jedoch nur vorübergehender Natur sein, so dass in 2014 bereits wieder merklich verbesserte Margen erzielt werden sollten (siehe Seite 13/14).

Neben den einmaligen Aufwendungen für den Bezug des neuen Logistikzentrums der MRL GmbH in Ratingen wurde das Ergebnis der HPI AG im GJ 2012 zudem durch weitere Effekte außerordentlich belastet. Zu nennen sind dabei unter anderem nicht cashwirksame Neubewertungen von Forderungen im Rahmen der IFRS-Umstellung. Auch die Kosten der Kapitalbeschaffung zur Finanzierung der Übernahmen belasteten das Ergebnis im GJ 2012.

Insgesamt summierten sich die einmaligen Aufwendungen im GJ 2012 auf 1,10 Mio. €. Bereinigt um diese Aufwendungen wäre das EBITDA mit 2,22 Mio. € entsprechend höher ausgefallen. Die EBITDA-Marge wäre gleichzeitig bei 1,9 % gelegen, was jedoch noch immer deutlich unterhalb der Vorjahresniveaus gewesen wäre. Die oben beschriebenen Rohmargeneffekte sind hier ausschlaggebender Faktor. Zu berücksichtigen ist jedoch auch, dass die entkonsolidierten Gesellschaften im Vorjahr noch einen Ergebnisbeitrag in Höhe von rund 0,80 Mio. € beisteuerten, der im GJ 2012 entfiel.

EBITDA und EBITDA-Marge



Quelle: HPI, GBC

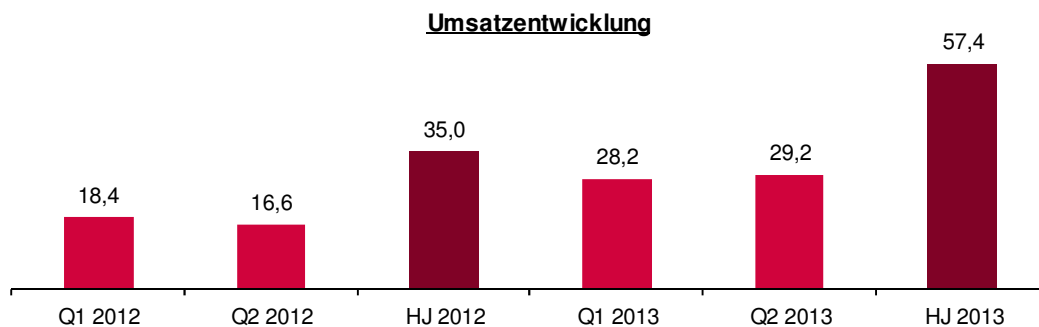
Auf Grund der gestiegenen Fremdfinanzierung im Rahmen der Übernahmen sowie auf Grund erhöhter Factoringzinsen im Rahmen des ausgeweiteten Geschäftsvolumens der 3KV und TND verdreifachte sich der Zinsaufwand auf 1,80 Mio. € und trug dazu bei, dass das Konzernergebnis nach Minderheiten mit -2,31 Mio. € deutlich unterhalb des Vorjahresniveaus von 0,53 Mio. € und im negativen Bereich lag.

Geschäftsentwicklung 1. HJ 2013 - anorganisches Wachstum - Synergien greifen

Umsatzentwicklung - organischer Rückgang - Belebung im Q2 zu erkennen

Im 1. HJ 2013 wies die HPI AG einen deutlichen Umsatzanstieg um 64,0 % auf 57,4 Mio. € auf. Dabei ist zu berücksichtigen, dass der Vergleichswert des Vorjahres noch keine Umsatzbeiträge der neu akquirierten Gesellschaften TND AG und REW Technology AG beinhaltet. Diese beiden Gesellschaften steuerten im 1. HJ 2013 zusammen 26,2 Mio. € Umsatz bei. Zudem waren im Vorjahr noch 2,2 Mio. € Umsatzerlöse der inzwischen entkonsolidierten ce Global Sourcing GmbH enthalten. Bereinigt um diese Beträge lag der organische Rückgang der Umsatzerlöse bei ca. 4,5 %.

Jedoch ist im Q2 2013 bereits eine deutliche Belebung festzustellen gewesen. Im Q2 lagen die Umsatzerlöse mit 29,2 Mio. € um 3,5 % über dem Wert des Q1. Zudem ist die Vergleichsbasis im Q2 des Vorjahres deutlich niedriger gewesen als im Q1. Dieser Entwicklung lässt sich eine Dynamisierung der Umsatzentwicklung ablesen, wenngleich diese im Q3 bestätigt werden sollte, um die Nachhaltigkeit dieser Entwicklung zu bestätigen.

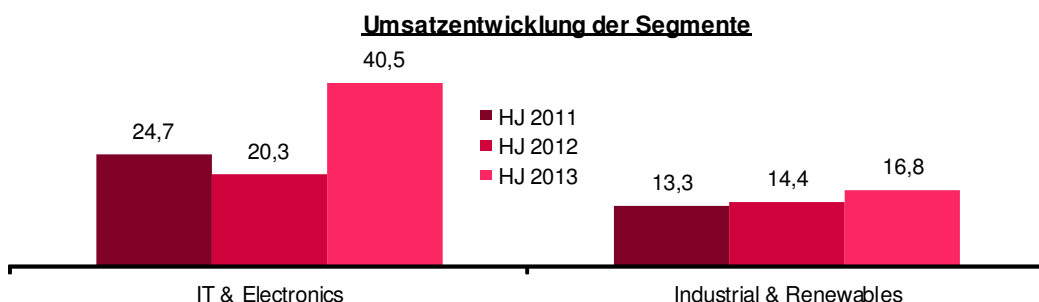


Quelle: HPI, GBC

Der anorganische Zuwachs hat vor allem im Bereich des Segments IT & Electronics stattgefunden. Hier wurden die Umsatzerlöse auf 40,5 Mio. € nahezu verdoppelt. Die Übernahme der TND AG war dabei ausschlaggebend, welche 23,3 Mio. € an Umsatz beisteuerte. Der organische Rückgang im Segment IT & Electronics hat insbesondere bei der AZEGO stattgefunden. Die hohen Lagerbestände im Bereich der elektronischen Bauteile haben im 1. HJ 2013 zu einer verhaltenen Nachfrage nach Lagerüberbeständen geführt.

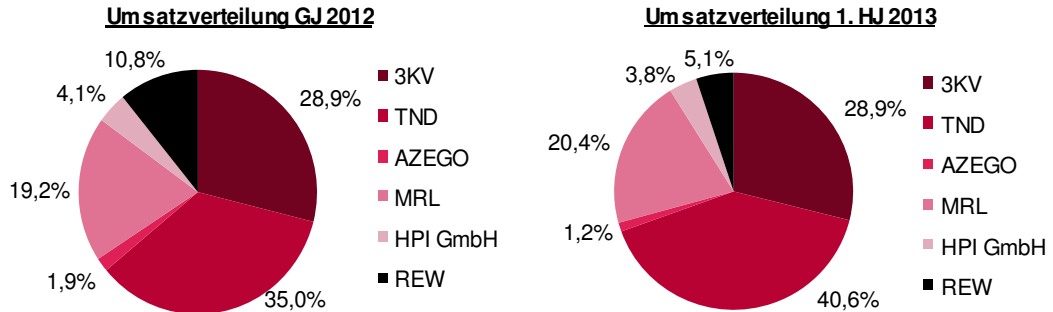
Im zweiten Segment, Industrial & Renewables, war ebenfalls ein Anstieg der Umsatzerlöse um 16,7 % auf 16,8 Mio. € zu verzeichnen. Hierbei hat die Übernahme der REW Technology AG zu einem anorganischen Effekt in Höhe von 2,9 Mio. € geführt. Entsprechend lag der organische Umsatzrückgang in diesem Segment bei 3,5 % und damit deutlich geringer als im Segment IT & Electronics. Dies verdeutlicht die vergleichsweise hohe Stabilität der Procurement- und Logistik-Outsourcing-Geschäftsmodelle der MRL GmbH und HPI GmbH.

Nicht noch deutlicher zulegen konnte der Bereich Industrial & Renewables auf Grund einer verhaltenen Entwicklung der neu akquirierten REW Technology AG. Das Unternehmen, das auf ganzheitliche Energieversorgungssysteme im Bereich der erneuerbaren Energien spezialisiert ist, hat im Zuge der unsicheren politischen Rahmenbedingungen im Bereich der erneuerbaren Energien sowie der Antidumpingzölle die Plangrößen nicht erreichen können und nur einen Umsatz von 2,9 Mio. € erwirtschaftet. Noch im GJ 2012 erwirtschaftete das Unternehmen Umsatzerlöse in Höhe von rund 12,0 Mio. €.



Quelle: HPI, GBC

In Folge der beschriebenen Umsatzentwicklung haben sich die Umsatzanteile innerhalb des HPI-Konzerns noch einmal zu Gunsten des Segments IT & Electronics verschoben. Dabei hat sich der Umsatzanteil der TND AG auf nunmehr 40,6 % ausgeweitet. Der Umsatzanteil des gesamten Segments IT & Electronics belief sich nunmehr auf 70,7 %. Das Segment Industrial & Renewables machte noch 29,3 % der Umsatzerlöse aus, nach 34,2 % im GJ 2012. Hauptauschlaggebender Grund war dabei die schwache Umsatzentwicklung der REW Technology AG, deren Umsatzanteil sich auf 5,1 % halbierte.



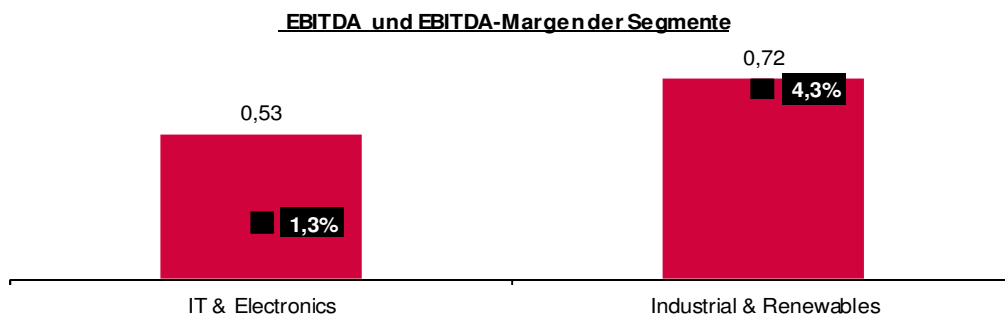
Quelle: HPI, GBC

Ergebnisentwicklung - Margenniveaus noch unter Druck - 3KV mit Verbesserungen

Ergebnisseitig war die Umsatzentwicklung im 1. HJ 2013 noch nicht zufriedenstellend. Das EBITDA aller konsolidierten Tochtergesellschaften belief sich zusammen auf 1,25 Mio. €. Damit lag das EBITDA nach unserer Einschätzung leicht unter dem Vorjahresniveau, da zwar im Vorjahr keine EBITDA-Größe kommuniziert wurde, aber ein EBIT in Höhe von 1,0 Mio. € erreicht wurde. Angesichts der deutlich höheren Umsatzerlöse reduzierte sich jedoch die EBITDA-Marge merklich von rund 4 % auf nunmehr 2,2 %.

Die beiden Segmente betreffend, zeigte sich Industrial & Renewables unverändert stabil und wies mit 4,3 % ein Margenniveau aus, das nach einem schwächeren GJ 2012 wieder an die guten Niveaus des GJ 2011 anknüpfte. Einer der Hintergründe der Stabilisierung ist auch der Erwerb der REW Technology AG. Das Unternehmen steuerte, trotz der schwachen Umsatzentwicklung, eine EBITDA-Marge von 5,9 % bei und stabilisiert das Segment-Ergebnis.

Im Segment IT & Electronics konnte mit 1,3 % sogar eine Steigerung der EBITDA-Marge herbeigeführt werden, nachdem im GJ 2012 nur 0,9 % erzielt wurden. Diese Entwicklung ist als noch bedeutsamer zu erachten vor dem Hintergrund, dass die AZEGO im 1. HJ 2013 einen negativen EBITDA-Beitrag leistete. Die 3KV GmbH und TND AG erzielten demnach sehr deutliche Margenverbesserungen. Diese erfreuliche Tendenz ist Ausdruck der ergriffenen Effizienzmaßnahmen zur Hebung von Synergieeffekten, die offensichtlich bereits zu greifen beginnen.



Quelle: HPI, GBC

Angesichts eines in der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesenen EBITDA in Höhe von 0,61 Mio. €, dürften sich die Holdingkosten im 1. HJ 2013 entsprechend auf 0,64 Mio. € belaufen haben. Dies entspricht einer Kostenquote in Höhe von 1,1 % zum Umsatz und ist als moderat zu bezeichnen. Insgesamt sind daher unserer Ansicht nach die gedrückten Umsatzniveaus für die noch schwache operative Ergebnissituation verantwortlich. Auf Basis des Nettoergebnisses, das im 1. HJ 2013 bei -1,14 Mio. € lag, zeichnet sich zudem der deutlich gestiegene Finanzierungsaufwand verantwortlich.

Einzelabschluss der Holdinggesellschaft HPI AG - Sondereffekte belasten EBIT

Entfallene Konzernumlagen halbieren Umsatzerlöse und belasten Ergebnis

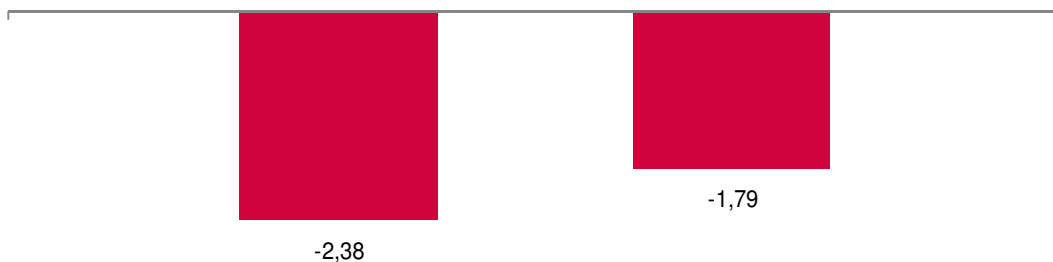
Die HPI AG übte im GJ 2012 kein eigenes operatives Geschäft aus und erzielte daher ausschließlich Umsatzerlöse aus Umlagen und Beratungsdienstleistungen an ihre Tochtergesellschaften. Auf Basis des Einzelabschlusses der Holdinggesellschaft HPI AG konnte die positive Umsatzentwicklung des Konzerns nicht nachvollzogen werden. Hintergrund dessen ist, dass durch die Veräußerung von 51 % der Anteile der ce Global Sourcing GmbH Umlagen entfielen, die noch im Vorjahr entsprechend höhere Umsatzerlöse erlaubten. Die beiden Akquisitionen der REW Technology AG sowie TND AG sind zwar wirtschaftlich zum 01.01.2012 vollzogen worden, jedoch konnten noch keine Umlagen berechnet werden, da tatsächlich im Leistungszeitraum 2012 noch keine Dienstleistungen der HPI AG erfolgt sind. Eine Kompensation der entfallenen Umlagen der ce Global Sourcing GmbH konnte damit nicht erreicht werden. Daher hatte die Gesellschaft einen um ca. 50 % auf 1,42 Mio. € rückläufigen Umsatz zu verzeichnen. Der Effekt aus den nicht erfolgten Konzernumlagen belief sich auf ca. 1 Mio. €.

Die deutlich niedrigere als im Vorjahr liegende Umsatzbasis hatte auch einen entsprechenden Einfluss auf die Ertragslage der Holdinggesellschaft. Hinzu kommt, dass das Ergebnis durch zwei einmalige Sondereffekte geprägt war, was dieses zusätzlich belastete. Ausweislich erwirtschaftete die HPI AG im GJ 2012 ein Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit in Höhe von –2,38 Mio. €.

Zum einen erfolgte eine nicht cashwirksame Korrektur des Beteiligungsansatzes der AZEGO Components AG, was das Ergebnis mit 0,45 Mio. € belastete. Des Weiteren musste ebenfalls bei der AZEGO Components AG eine Einzelwertberichtigung von Forderungen in Höhe von 0,35 Mio. € vorgenommen werden. Beide Effekte zusammen machten demnach eine außerordentliche, einmalige Ergebnisbelastung in Höhe von 0,80 Mio. € aus. Gegenläufig dazu wirkten sich Erträge aus dem Verkauf von 51 % der Anteile ce Global Sourcing GmbH mit ca. 0,25 Mio. € positiv aus.

Insgesamt lag das um alle Sondereffekte bereinigte Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit im GJ 2012 bei –1,79 Mio. €. Berücksichtigt man die nicht erfolgten Umlagen zusätzlich, wäre das Ergebnis nochmals entsprechend besser ausgefallen.

Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit und bereinigtes Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit 2012 (in Mio. €)



Quelle: HPI, GBC

Darüber hinaus ist davon auszugehen, dass mit den Umlagen für die REW Technology AG sowie TND AG im GJ 2013 wieder ein positives EBIT erreicht werden kann. Dazu beitragen wird neben den Umlagen auch die geplante Verschmelzung der 3KV GmbH auf die HPI Electronics GmbH. Im Rahmen dessen werden stille Reserven gehoben werden, die gemäß den Prognosen des Managements im GJ 2013 zu einem deutlich positiven Ergebnis führen werden.

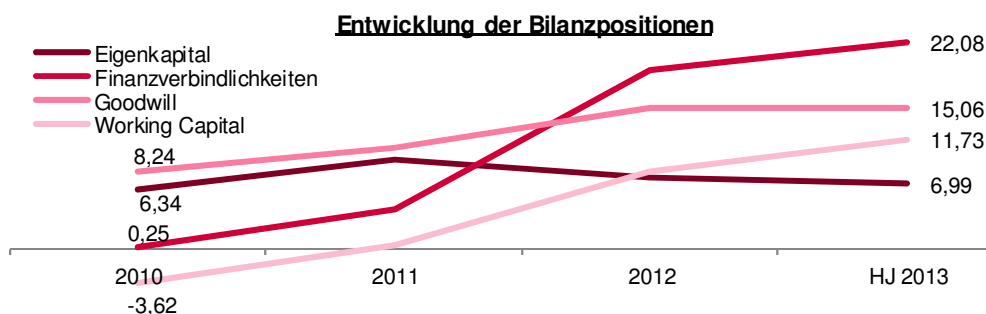
Bilanzielle und finanzielle Situation - Finanzierungen der Übernahmen prägen Bilanz

in Mio. €	GJ 2010	GJ 2011	GJ 2012	HJ 2013
Eigenkapital	6,34	9,52	7,61	6,99
EK-Quote	30,7 %	32,7 %	17,5 %	15,4 %
Finanzverbindlichkeiten	0,25	4,16	19,07	22,08
Liquide Mittel	1,74	3,91	3,53	2,49
Nettofinanzverschuldung	-1,49	0,25	15,54	19,59
Operatives Anlagevermögen	9,43	11,80	17,25	17,19
Net Working Capital	-3,62	0,45	8,31	11,73
Bilanzsumme	20,63	29,09	43,43	45,51

Quelle: HPI, GBC

Die getätigten Übernahmen der REW Technology AG und der TND AG haben die HPI AG in eine neue Umsatzgrößenregion von über 100 Mio. € gebracht. Dies macht sich auch im Bilanzbild des Unternehmens bemerkbar. So wuchs die Bilanzsumme der HPI AG im Zuge der Übernahmen um mehr als das Doppelte auf 45,51 Mio. €.

Auf der Aktivseite machte sich dies insbesondere bei den langfristigen Vermögenswerten bemerkbar. Im Zuge der erfolgten Akquisitionen wurden seit dem Jahr 2010 Firmenwerte in Höhe von 6,82 Mio. € aktiviert. Diese beliefen sich damit Ende Juni 2013 auf 15,06 Mio. € und machten rund ein Drittel der Bilanzsumme aus. Auch der Bestand an Sachanlagen erhöhte sich von 0,31 Mio. € auf nunmehr 1,28 Mio. €. Beim Working Capital waren über den Zeitverlauf der vergangenen Jahre deutliche Steigerungen zu beobachten, die auf die erhöhte Unternehmensgröße zurückzuführen sind. Während die Vorräte um 250 % auf 12,09 Mio. € anwuchsen, stieg der Forderungsbestand von 1,90 Mio. € auf 6,31 Mio. €. Die Anstiege sind jedoch insbesondere wachstumsbedingt zu sehen, denn die quotalen Größenordnungen der genannten Working Capital-Positionen weisen keine wesentlichen Erhöhungen auf.



Quelle: HPI, GBC

Finanziert wurden die Übernahmen und das Umsatzwachstum überwiegend durch den Einsatz von Fremdmitteln. Zum Ende des HJ 2013 belief sich die Nettofinanzverschuldung auf 19,59 Mio. €, nachdem es Ende 2011 erst 0,25 Mio. € waren. Dies hat die Verschuldungsquote deutlich auf 43,0 % der Bilanzsumme erhöht. Der Anstieg der Verschuldung über die letzten drei Geschäftsjahre hinweg wurde sowohl durch die Begebung von verschiedenen Anleihetranchen, als auch durch die Nutzung von zur Verfügung stehenden Kontokorrentlinien verursacht. Folgende Übersicht zeigt die Auflistung der bestehenden Anleihen zum Halbjahr 2013:

Beschreibung	Zinssatz	Volumen	Gezeichnet
Wandelanleihe 2011/2016	4,50%	1.500.000	750.000
Unternehmensanleihe 2011/2016	9,00%	6.000.000	6.000.000
Schuldverschreibung 2012/2015	7,125%	2.000.000	2.000.000
Optionsanleihe	9,00%	1.200.000	1.200.000

Quelle: HPI, GBC

Da das Eigenkapital absolut betrachtet weitgehend unverändert blieb, verringerte sich die Eigenkapitalquote von 32,7 % Ende 2011 deutlich auf nunmehr 15,4 %. Aus unserer Sicht ist deshalb die Erhöhung des Eigenkapitals ein wichtiges Ziel.

SWOT - Analyse HPI AG

Stärken

- Langfristige Umsatzgarantien der größten Kunden bei der ergebnisstarken Tochtergesellschaft MRL
- Starke Positionierung in den wachstumsstarken IT-Bereichen Netzwerksicherheit und Speicherlösungen
- Hoher Anteil der Kunden sind Großkonzerne mit mehr als 1.000 Mitarbeitern
- Zukäufe haben konjunkturelle Abhängigkeit im Konzern merklich verringert
- Ein Großteil der Kosten auf Grund der Veränderung der Konzernstruktur und der Integration der neuen Konzerngesellschaften sind bereits in 2013 angefallen. Dies sollte ab 2014 eine entsprechende Kostenentlastung nach sich ziehen

Schwächen

- Hohe Abhängigkeit der MRL von wenigen Kunden
- Geschäftsmodell erlaubt nur niedrige Margenniveaus
- Das Gesamtergebnis sollte im Verhältnis zu den Holdingkosten gesteigert werden
- Hohe Minderheitenanteile der MRL verringern das den Aktionären zustehende Ergebnis

Chancen

- Die weitgehende Finanzierung der Übernahmen durch Fremdkapital bedingen eine gesunkene Eigenkapitalquote und stark angestiegene Finanzierungsaufwendungen
- Das Outsourcing von Einkaufsdienstleistung wird immer mehr auch von mittelständischen Unternehmen angenommen, was zusätzliches Wachstumspotenzial eröffnen könnte
- Durch die breite Aufstellung des Konzerns in verschiedenen Bereichen könnten Synergieeffekte gehoben und Cross-Selling-Potenziale eröffnet werden
- Die wachstumsstarken Gesellschaften 3KV und TND weisen weiteres Wachstumspotenzial auf und sind wesentliche Treiber für die kommenden Jahre

Risiken

- Mit den erfolgten Übernahmen wurden neue Geschäftsfelder erschlossen, die in den kommenden Jahren weitere Wachstumsimpulse liefern könnten
- Das Geschäftsmodell der HPI AG ist zu Teilen konjunktursensibel, womit die Umsatzerlöse im Zuge einer konjunkturellen Abschwächung unter Druck geraten könnten
- Im Bereich der C-Teile sind Kunden sehr kostensensitiv, was zu einem erhöhten Margendruck führen kann
- Der Solarmarkt ist derzeit schwach und könnte sich vor dem Hintergrund der derzeit stockenden Energiewende weiterhin zögerlich entwickeln. Die jüngst übernommene REW Technology AG könnte daher ihr Wachstumspotenzial nicht voll entfalten
- Die Verschmelzung der 3KV und TND birgt zwar auf der einen Seite Synergiepotenziale, aber auf der anderen Seite auch die Gefahr einer zunächst höheren Kostenbelastung, was die Rentabilität des Konzerns vorübergehend beeinträchtigen könnte

Prognose und Modellannahmen - Aufwärtsentwicklung nach zwei schwachen Jahren

in Mio. €	GJ 2012	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e
Umsatzerlöse	115,44	121,00	131,00	146,50
EBITDA (Marge)	1,12 (1,0 %)	1,50 (1,2 %)	3,13 (2,4 %)	4,16 (2,8 %)
EBIT (Marge)	0,42 (0,4 %)	0,85 (0,7 %)	2,53 (1,9 %)	3,56 (2,4 %)
Konzernergebnis nach Minderheitenanteilen	-2,31	-1,85	0,03	1,03

Quelle: Berechnung GBC

Umsatzprognosen - deutliche Belebung in 2014 und 2015 erwartet

Nachdem sich die Umsatzentwicklung im 1. HJ 2013 schwächer zeigte, mit einem organischen Umsatzrückgang um rund 4,5 %, geht das Management der HPI AG davon aus, dass das 2. HJ 2013 deutlich stärker wird. Mit einer Prognosespanne von 125-128 Mio. € wird davon ausgegangen, dass im 2. HJ 2013 Umsatzerlöse in Höhe von 67,6-70,6 Mio. € erreicht werden. Insbesondere das Segment IT & Electronics sollte dabei im 2. HJ der wesentliche Umsatztreiber sein und gegenüber dem 1. HJ 2013 zu Aufholeffekten führen. Auch bei der REW Technology AG gehen wir nach der sehr schwachen Umsatzentwicklung im 1. HJ 2013 von einer Belebung im 2. HJ 2013 aus. Diese wird jedoch voraussichtlich nicht ausreichen, um den Rückgang zu kompensieren. Insgesamt erwarten wir daher, dass die Umsatzerlöse im GJ 2013 bei 121,0 Mio. € liegen werden und damit immerhin organisch 4,7 % über dem Vorjahresniveau.

Auch für das GJ 2014 gehen wir davon aus, dass nicht nur weitere Umsatzsteigerungen herbeigeführt werden können, sondern auch davon, dass sich das Wachstumstempo nochmals beschleunigt. Wesentlich dazu beitragen werden erwartungsgemäß erneut die beiden Gesellschaften 3KV und TND. Aber auch im Segment Industrial & Renewables sollte eine Stabilisierung der Entwicklung zu erkennen sein. Sowohl die Ausweitung des Geschäftsvolumens bei der MRL, als auch eine weitergehende Belebung bei REW, sind die treibenden Faktoren dabei. Insgesamt erwarten wir einen Umsatzzuwachs um 8,3 % auf 131,0 Mio. €.

Einen wesentlichen zusätzlichen Wachstumsfaktor für die Geschäftsjahre über 2014 hinaus stellt laut Einschätzung von HPI die REW dar. Sobald die politischen Rahmenbedingungen für den Markt der erneuerbaren Energien wieder abgesteckt sind, gehen Marktexperten von einer Erholung der derzeit lahmenden Branche aus. Darin liegen gemäß Unternehmensangaben hohe Umsatzpotenziale auch für die REW. Ab dem Jahr 2015 haben wir dies in unseren Prognosen berücksichtigt. Jedoch sind unsere Erwartungen dennoch als konservativ einzuschätzen, wenn man berücksichtigt, dass das Unternehmen im GJ 2012 bereits 12,0 Mio. € Umsatz erwirtschaftete.

Insgesamt sehen wir die HPI AG in der Breite ausreichend aufgestellt, um von den verschiedenen Wachstumsmärkten zu profitieren. Mehr noch sollte sich die erhöhte Diversifikation gemäß Unternehmenseinschätzung vor allem in konjunkturellen Schwächephasen in Form von einer unterproportionalen Abhängigkeit zur gesamtwirtschaftlichen Lage bemerkbar machen.

Tochtergesellschaften & Segmente (in Mio. €)	Umsatz 2012	Umsatz 2013e	Delta 12/13	Umsatz 2014e	Delta 13/14	Umsatz 2015e	Delta 14/15
IT& Electronics	76,8	86,5	12,6 %	95,5	10,4 %	106,5	11,5 %
ce Global Sourcing GmbH	2,2*	0,0	k.A.	0,0	k.A.	0,0	k.A.
AZEGO Components AG	2,1	2,0	-4,8 %	2,5	25,0 %	3,0	20,0 %
3KV GmbH	32,8	37,0	12,8 %	40,5	9,5 %	45,0	11,1 %
TND AG	39,7	47,5	19,6 %	52,5	10,5 %	58,5	11,4 %
Industrial & Renewables	38,6	34,5	-10,6 %	35,5	2,9 %	40,0	12,7 %
MRL GmbH	21,9	23,0	5,0 %	23,5	2,2 %	25,0	6,4 %
REW Technology AG	12,0	7,0	-41,7 %	7,5	7,1 %	10,0	33,3 %
HPI GmbH	4,7	4,5	-4,3 %	4,5	0,0 %	5,0	11,1 %
Gesamt	115,4	121,0	+4,9 %	131,0	8,3 %	146,5	11,8 %

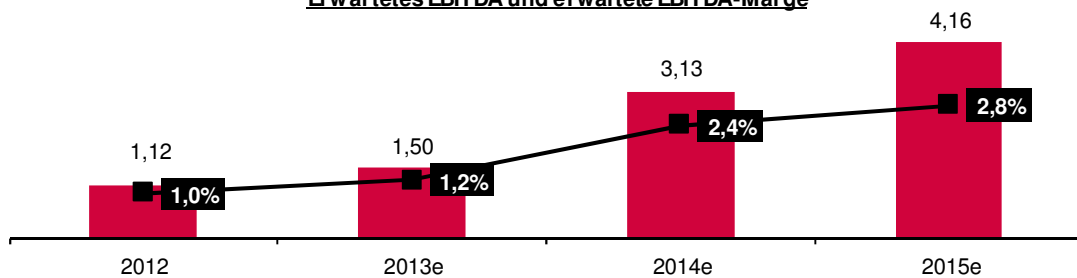
Quelle: Berechnung GBC; *die ce Global Sourcing wurde zum 01.04.2012 entkonsolidiert

Ergebnisprognosen - steigende Margen durch Skaleneffekte und Synergien

Mit der zu erwartenden Umsatzbelebung im 2. HJ 2013, die sich bereits zum Ende des Q2 2013 zeigte, ist für das 2. HJ auch mit einer weiteren Verbesserung der Ergebnissituation zu rechnen. Wir erwarten für das GJ 2013 ein EBITDA in Höhe von 1,50 Mio. € Damit liegen wir mit unserer EBITDA-Erwartung am unteren Rand der vom Management ausgegebenen Prognosespanne von 1,5-1,7 Mio. €.

Wenngleich das Ergebnis in 2013 noch durch einmalige Belastungen geprägt ist, sind bereits erste leicht positive Auswirkungen aus Kostensynergien und Skaleneffekten spürbar gewesen. Nach einer EBITDA-Marge von 1,0 % im GJ 2012 wurden im 1. HJ 2013 bereits 1,1 % erreicht. Für das GJ 2013 gehen wir im Zuge der weiter zu erwartenden Umsatz- und Ergebnisbelebung von einer weiteren leichten Steigerung auf dann 1,2 % aus.

Erwartetes EBITDA und erwartete EBITDA-Marge



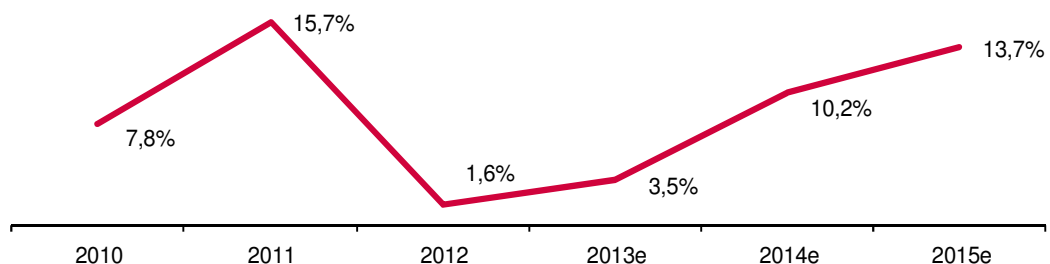
Quelle: Berechnung GBC

Deutliche Verbesserungen sind jedoch dann im GJ 2014 und auch im GJ 2015 zu erwarten. Dabei dürfte ein wesentlicher Aspekt der Wegfall der Sonderaufwendungen bei der MRL sein. Das Unternehmen erreichte im GJ 2011 eine EBIT-Marge in Höhe von 5,8 % und sollte nach einem EBITDA von 0,1 Mio. € in 2012 wieder in diese Größenordnung zurückgelangen können. Auch bei der REW sollte es spätestens im GJ 2015 wieder zu merklich höheren Ergebnisbeiträgen kommen. Nicht zuletzt gehen wir davon aus, dass sich die 3KV und die TND margenseitig weiter verbessern können. Nachdem diese in 2012 EBITDA-Margen von jeweils rund 1,0 % erzielten und gemäß unseren Erwartungen auch in 2013 erzielen werden, sollten Vertriebssynergien und eine Vereinheitlichung der Systeme dazu beitragen, dass weitere Verbesserungen erreicht werden können.

Im Zuge dessen haben wir in unseren Prognosen eine Verdoppelung des EBITDA auf 3,13 Mio. € sowie der EBITDA-Marge auf 2,4 % berücksichtigt. Mit einer weiteren zum Umsatz überproportionalen EBITDA-Steigerung sollten sich das EBITDA im GJ 2015 auf dann 4,16 Mio. € und die EBITDA-Marge auf 2,8 % belaufen. Auf Ebene des Periodenergebnisses erwarten wir zudem bereits im GJ 2014 wieder ein positives Ergebnis, wenngleich dieses auf Grund des erhöhten Finanzierungsaufwandes noch niedrig ausfallen dürfte. Für das GJ 2015 sollte dann sogar ein Jahresüberschuss in Höhe von über 1,0 Mio. € möglich sein.

Im Zuge der erwarteten absoluten und relativen Ergebnisverbesserungen werden sich auch die Kapitalrenditen wieder an die historisch erreichten Werte der Vorjahre annähern. Bereits im GJ 2014 erscheint uns eine Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE) in Höhe von rund 10 % erreichbar. In 2015 sind weitere Verbesserungen zu erwarten, so dass die HPI AG dann wieder eine klar positive Wertschöpfung betreibt, was entsprechend steigende Bewertungen rechtfertigt.

Entwicklung ROCE



Quelle: Berechnung GBC

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 2013 bis 2015 in Phase 1, erfolgt von 2016 bis 2020 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 2,84 % 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 45 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) in Höhe von 9,71 %.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Unter Verwendung der entsprechenden Kapitalkosten (WACC) von 9,71 % resultiert ein fairer Unternehmenswert zum Ende des Geschäftsjahres 2014 in Höhe von **1,75 € je Aktie**.

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	2,8%	ewige EBITA - Marge	2,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	3,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	6,3%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e	
Umsatz (US)	121,00	131,00	146,50	153,77	161,39	169,40	177,80	186,62	
<i>US Veränderung</i>	4,8%	8,3%	11,8%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	7,07	7,70	8,67	9,14	9,65	10,18	10,74	11,32	
EBITDA	1,50	3,13	4,16	4,36	4,58	4,80	5,04	5,29	
<i>EBITDA-Marge</i>	1,2%	2,4%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	
EBITA	0,85	2,53	3,56	3,77	3,99	4,22	4,46	4,71	
<i>EBITA-Marge</i>	0,7%	1,9%	2,4%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Steuern auf EBITA zu EBITA	0,45	-1,42	-1,07	-1,13	-1,20	-1,27	-1,34	-1,41	
	-52,6%	56,1%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	1,30	1,11	2,49	2,64	2,79	2,95	3,12	3,30	
Kapitalrendite	5,1%	4,5%	10,1%	10,1%	10,6%	11,0%	11,5%	11,9%	11,9%
Working Capital (WC)	7,52	7,72	9,15	9,61	10,09	10,59	11,11	11,66	
<i>WC zu Umsatz</i>	6,2%	5,9%	6,2%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	
<i>Investitionen in WC</i>	0,79	-0,20	-1,43	-0,45	-0,48	-0,50	-0,53	-0,55	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	17,11	17,01	16,91	16,82	16,73	16,64	16,56	16,48	
<i>AFA auf OAV</i>	-0,65	-0,60	-0,60	-0,59	-0,59	-0,59	-0,58	-0,58	
<i>AFA zu OAV</i>	3,8%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,51	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	
Investiertes Kapital	24,63	24,73	26,06	26,42	26,81	27,23	27,67	28,14	
EBITDA	1,50	3,13	4,16	4,36	4,58	4,80	5,04	5,29	
Steuern auf EBITA	0,45	-1,42	-1,07	-1,13	-1,20	-1,27	-1,34	-1,41	
Investitionen gesamt	0,28	-0,70	-1,93	-0,95	-0,98	-1,00	-1,03	-1,05	
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,51	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	
<i>Investitionen in WC</i>	0,79	-0,20	-1,43	-0,45	-0,48	-0,50	-0,53	-0,55	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	2,22	1,01	1,16	2,27	2,40	2,54	2,68	2,83	36,25
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	28,82	30,61							
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	9,87	9,82							
<i>Barwert des Continuing Value</i>	18,95	20,79							
Nettoschulden (Net debt)	15,11	15,65							
Wert des Eigenkapitals	13,71	14,96							
Fremde Gewinnanteile	-2,06	-2,24							
Wert des Aktienkapitals	11,65	12,71							
Ausstehende Aktien in Mio.	7,250	7,250							
Fairer Wert der Aktie in EUR	1,61	1,75							

Kapitalkostenermittlung :

<i>risikolose Rendite</i>	2,0%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	1,81
Eigenkapitalkosten	12,0%
<i>Zielgewichtung</i>	45,0%
Fremdkapitalkosten	9,0%
<i>Zielgewichtung</i>	55,0%
Taxshield	12,5%
WACC	9,7%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	9,1%	9,4%	9,7%	10,0%	10,3%
11,4%	1,94	1,77	1,61	1,46	1,33
11,7%	2,02	1,84	1,68	1,53	1,40
11,9%	2,10	1,92	1,75	1,60	1,46
12,2%	2,18	2,00	1,83	1,67	1,53
12,4%	2,26	2,07	1,90	1,74	1,59

Fazit

Umsatzgrößen von nunmehr über 100 Mio. € - Ergebnisse sollten 2014 deutlich anziehen - Kursziel von 1,75 € - Rating: KAUFEN

Durch die Übernahmen der TND AG und der REW Technology AG ist die HPI AG im GJ 2012 in eine neue Größenordnung hinein gewachsen. Die Umsatzerlöse lagen nunmehr mit 115,44 Mio. € erstmals oberhalb der 100 Mio. €-Marke. Dabei steuerten die hinzugekauften Unternehmen zusammen rund 51,7 Mio. € an Umsatz bei. Entsprechend lag das organische Wachstum im GJ 2012 bei rund 5,7 %.

Die Ergebnisseite war hingegen durch Einmalaufwendungen und Sondereffekte in Höhe von insgesamt 1,10 Mio. € belastet. Zudem hatte die konjunkturelle Situation Einfluss auf die operative Entwicklung der Tochtergesellschaften MRL und AZEGO. Damit erreichte die HPI AG ein EBITDA, das mit 1,12 Mio. € deutlich unter dem Vorjahresniveau lag. Bereinigt um die genannten einmaligen Effekte hätte das EBITDA bei 2,22 Mio. € und die EBITDA-Marge bei 1,9 % gelegen, was jedoch dennoch deutlich unter den Größenordnungen der Vorjahre von über 4,0 % ist.

Auch im 1. HJ 2013 war noch keine wesentliche Verbesserung der Situation zu erkennen. Der organische Umsatzrückgang von ca. 4,5 % wurde nur durch die Übernahmeeffekte ausgeglichen. Diese führten zu einem Umsatzanstieg um 64,0 % auf 57,4 Mio. €. Jedoch war im Q2 2013 bereits eine merkliche Belebung der Dynamik zu verzeichnen, so dass von einem verbesserten 2. HJ 2013 ausgegangen werden kann.

Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass die HPI AG im GJ 2013 Umsatzerlöse in Höhe von 121,0 Mio. € erwirtschaften wird. Das zurückhaltende Wachstum ist dabei vor allem durch die rückläufigen Umsätze der REW Technology AG zu begründen, die auf Grund der schwachen Solarwirtschaft in Deutschland und Europa derzeit empfindliche Umsatzeinbußen zu verzeichnen hat.

Für die Folgejahre 2014 und 2015 gehen wir jedoch von einer Dynamisierung der Wachstumsraten aus. Insbesondere die 3KV und TND sollten dabei ein wesentlicher Wachstumstreiber sein.

Die steigenden Umsatzerlöse, entfallende Einmalaufwendungen und die Nutzung von Synergien sollten dazu führen, dass auch die Margenniveaus der HPI AG wieder in verbesserte Größenordnungen gebracht werden können. So erwarten wir für das GJ 2014 und das GJ 2015 bereits wieder EBITDA-Margen von 2,4 %, respektive 2,8 %. Auch auf Nettoebene rechnen wir bereits für 2014 mit einem Break-even und einem deutlich positiven Wert in 2015.

Im GJ 2013 ist noch mit einem negativen Jahresüberschuss zu rechnen, da die getätigten Übernahmen zum Großteil mit Fremdkapital finanziert wurden und den Zinsaufwand entsprechend haben steigen lassen. Die Nettoverschuldung lag zum Ende des 1. HJ 2013 bei 19,6 Mio. €. Gleichzeitig hat sich die Eigenkapitalquote der HPI AG auf 15,4 % verringert. Eine Stärkung der Eigenkapitalquote sollte deshalb ein wichtiges Ziel sein.

Die Übernahmen haben das Zahlenwerk der HPI AG zunächst belastet, was sich auch in den Zahlen für das GJ 2013 noch immer zeigen wird. Jedoch birgt die breite Diversifikation des Konzerns und die Aufstellung in wachstumsstarken Branchen gute Chancen, in den kommenden Jahren deutliche Wachstumsraten zu erzielen. Zugleich sollten durch das Entfallen von einmaligen Belastungen und durch die Schöpfung von Synergiepotenzialen auch die Ergebnisse verbessert werden können. Auf Basis unserer Schätzungen errechnet sich für das GJ 2015 ein KGV von rund 8 und ein EV/EBITDA von knapp über 6, womit die Aktie bei entsprechender operativer Entwicklung günstig bewertet ist. Im Rahmen einer DCF-Bewertung haben wir für die Aktien der HPI AG einen fairen Wert von derzeit 1,75 € ermittelt, was einem Potenzial von über 50 % entspricht. Das Rating lautet vor diesem Hintergrund 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/de/Disclaimer.htm>

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:
<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 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. Aktiensplitts, 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/de/Offenlegung.htm>

§ 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: (4;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), stellvertr. 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