

Analyse

BUY

Target Price: 4,70 EUR

Branche: Technologie
Land: Deutschland
WKN: 601100
Reuters: HWSG.DE
Webseite: www.hoef-wessel.com

Kurs aktuell: 4,02
Hoch **Tief**
Kurs 52 W. 4,80 2,12
Marktkap. (Mio. EUR) 33,99
Anzahl Aktien (in Mio.) 8,5

Aktionäre

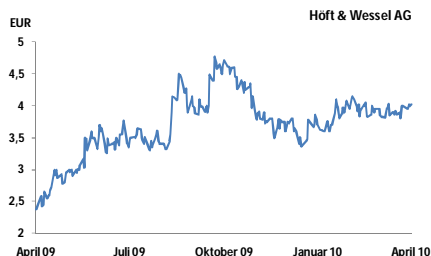
Freefloat 47,88%
H&W Holding GmbH 40,60%
Zollner Elektronik GmbH 10,49%
Rolf Wessel 0,58%
Michael Höft 0,43%
Manfred Zollner 0,02%

Performance

4 Wochen 1,27 %
13 Wochen 8,65 %
26 Wochen -14,83 %
52 Wochen 68,91 %
1fd. Jahr 6,35 %

Dividende

	in EUR	in %
2008	0,00	0%
2009	0,08	37%
2010e	0,10	37%
2011e	0,13	37%



Höft & Wessel AG

Solides Geschäftsmodell ermöglicht Dividende

- Die Höft & Wessel AG, gegründet 1978, bietet zentrale -und dezentrale Systeme zur Erfassung und Verarbeitung von Daten an. Das Unternehmen unterteilt sich dabei in die Geschäftsfelder Almex (Ticketing), Skeye (Handel & Logistik) und Metric (Parking). Durch die in unterschiedlichen Bereichen tätigen Segmente ist die Gesellschaft sehr gut diversifiziert, was in der Krise stabile Ergebnisse garantierte. Das national und international agierende Unternehmen beschäftigt 500 Mitarbeiter.
- Das Service- und Wartungsgeschäft sowie die Erneuerung von Soft- und Hardware bei Bestandskunden garantiert eine solide Umsatzbasis und sorgt so für Stabilität. Kommunen entdecken Parkraumbewirtschaftung verstärkt als Einnahmequelle. Mit zeitgemäßen und innovativen Produkten (solarbetriebene Ticketautomaten, E-Ticketing-Lösungen) ist Höft & Wessel für die Zukunft gut aufgestellt.
- Der Markteintritt in Osteuropa ist geglückt (wir erwarten hier jedoch kein schnelles Wachstum). International will Höft & Wessel weiter wachsen, z.B. in Südamerika und weiterhin in USA und Südeuropa. Außerdem soll der Geschäftsbereich Skeye bei weiterer Konjunkturerholung für Wachstum sorgen (die Kunden in Handel und Logistik litten stark unter der Wirtschaftskrise und werden Investitionen nachholen).
- Mit einem KBV von 1,39 ist die Aktie von Höft & Wessel im Vergleich zur Peer Group günstig bewertet. Wir erwarten für die nächsten Jahre ein stabiles Wachstum und kommen in unserer DCF-Bewertung zu einem fairen Wert von 4,71 Euro.

EUR m	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Umsatzerlöse	98,07	94,10	97,60	103,50	111,11
EBITDA	9,58	7,57	8,90	9,99	11,10
EBIT	-3,52	3,08	2,70	4,59	5,40
Nettoergebnis	-6,67	1,85	1,29	2,80	4,11
EPS	-0,79	0,22	0,15	0,33	0,48
BVPS	2,68	3,00	3,22	3,55	4,09
CFPS	0,18	0,70	0,89	0,87	1,01
RoE	-23,50 %	7,26 %	4,71 %	9,30 %	11,81 %
RoS	-6,80 %	1,97 %	1,32 %	2,71 %	3,70 %
EBIT margin	-3,59 %	3,27 %	2,77 %	4,44 %	4,86 %

Dr. Norbert Kalliwoda
Phone: +49 69 97 20 58 53
E-mail: nk@kalliwoda.com
www.kalliwoda.com

Inhalt

1	Unternehmensprofil.....	3
2	Aktuelle Entwicklung	5
3	SWOT	7
4	Ausblick	7
5	Aktie.....	9
6	Absatz-, Rendite- und Ertragsindikatoren	10
7	Finanzteil	11
8	Gewinn- und Verlustrechnung.....	11
9	Bilanzen	12
10	Kapitalflussrechnung	13
11	Bewertung.....	14
12	DCF-Modell	14
13	WACC.....	15
14	Fair Value – Sensitivitäten	15
15	Peer Group Analyse.....	16
16	Kontakt.....	17
17	DISCLAIMER.....	18

1 Unternehmensprofil

Die im Jahr 1978 gegründete Höft & Wessel-Gruppe entwickelt, fertigt und vertreibt auf die Kundenbedürfnisse zugeschnittene Hard- und Software für verschiedene Bereiche, die aus den drei Segmenten Skeye (Handel & Logistik), Almex (Ticketing & Telematik) und Metric (Parking) bedient werden. Der Fokus liegt auf der Entwicklung von neuen Produkten und dem Service, während die Produktion an externe Spezialisten ausgelagert ist. Höft & Wessel bleibt hierdurch flexibel und kann Großaufträge erfolgreich ausführen. Die zum Großteil an deutsche Hersteller ausgelagerte Fertigung wird von Höft & Wessel überwacht, um eine hohe Qualität zu gewährleisten. Die Gesellschaft hat damit begonnen, in Fernost fertigen zu lassen, womit die Kosten gesenkt und höhere Margen erzielt werden können. Im Geschäftsbereich Metric erfolgt die Beschaffung der Komponenten sowie die Endfertigung im eigenen Haus. Der Bereich Forschung und Entwicklung ist mit etwa 170 Mitarbeitern (entspricht ungefähr einem Drittel der Belegschaft) der größte von Höft & Wessel. In Zusammenarbeit mit dem Direktvertrieb werden die Produkte passgenau zu den Kundenwünschen entwickelt. Die Gesellschaft investiert jedes Jahr etwa 10 Prozent des Umsatzes in Forschung und Entwicklung.

Höft & Wessel entwickelt Produkte, die Prozesse effizienter machen und Energie und Papier sparen helfen. Das Unternehmen trägt damit zu Nachhaltigkeit bei. Ticketautomaten von Almex und Metric können ausschliesslich per Solarenergie betrieben werden. Metric stellt Parkautomaten-Systeme zur Verfügung, die ohne Parkschein auskommen. So werden weder Papier noch Drucker benötigt und zusätzlich sinkt der Wartungsaufwand.

Almex

Der Geschäftsbereich Almex gehört zu Europas führenden Anbietern von Ticketing- und Telematik-Systemen für den ÖPNV und Check-in Lösungen für Airlines und Flughäfen. Das Angebot umfasst Komplettlösungen für Busse und Straßenbahnen, Luftfahrtunternehmen, den Schienenverkehr und den Bereich Straßennutzungsgebühren. Auch Automaten-Lösungen, Fahrgast-Infoscreens und passende Backoffice-Systeme sowie Telematiklösungen werden angeboten.

Check-in Terminal



Mobiler Ticketautomat für Bus und Bahn



Ticketautomat



Kunden im öffentlichen Personenverkehr sind Bus- und Bahnunternehmen sowie Fähren. Daneben gehören Luftfahrtunternehmen und Flughäfen zu den Kunden. Wettbewerber von Almex sind hauptsächlich kleine und mittelgroße Unternehmen bzw. Geschäftsbereiche von großen Unternehmen. Dazu gehören Parkeon, Atron, Cubic und IBM.

Für die Zukunft könnte die zunehmende Urbanisierung und die damit verbundene Zunahme des ÖPNV sowie neue Ticketing-Lösungen wie E-Ticketing für Wachstum sorgen. Höft & Wessel beherrscht die wichtigsten Standards für E-Ticketing und bietet Systeme zum Lesen von auf dem Handy gespeicherten Barcodes an.

Metric

Metric ist eine britische Tochtergesellschaft von Höft & Wessel. Sie ist ein international tätiger Anbieter von "Pay and display"-Parkautomaten, bei denen der Fahrer aussteigt und das Parkticket kauft und Systemen zur Parkraumbewirtschaftung in Parkhäusern und auf Parkplätzen, die über Zufahrtschranken in Kombination mit Bezahlautomaten betrieben werden. Außerdem gehören Service- und Wartungsdienstleistungen zum Angebot von Metric.

Parkautomaten



Hauptkunden von Metric sind Städte und Gemeinden. Daneben auch private Gesellschaften, die in der Parkraumbewirtschaftung tätig sind. Als einer der größten Anbieter steht Metric im Wettbewerb mit international tätigen, mittelständischen Unternehmen wie Scheidt & Bachmann, Siemens, Parkeon und Cale. Die Parkraumbewirtschaftung ist für die Kommunen eine interessante Einnahmequelle. Daher sollte es eine konstante Nachfrage nach entsprechenden Produkten und Dienstleistungen geben. Die Service- und Wartungsverträge garantieren eine Umsatzbasis, bis die Kunden ihre Investitionen erneuern. Die innovativen Produkte von Metric bergen Einsparpotenziale, z.B. beim Stromverbrauch durch Solar betriebene Parkautomaten oder durch Smartcards, da Papier eingespart wird und Automaten seltener geleert werden müssen. Metric Parking hat bislang über 60.000 Parksysteme in 45 Ländern aufgestellt.

Skeye

Der Bereich Skeye gehört zu den größten Herstellern von mobilen Terminals und Kassensystemen in Europa und ist Marktführer im deutschen Einzelhandel. Das Anwendungsspektrum für mobile Datenerfassungsgeräte reicht von der Inventurdatenerfassung über die Transport- und Lagerverwaltung, Warenkennzeichnung, Produktverfolgung, Sendungsverfolgung, Zählerstands-, Personalzeit- und Betriebsdatenerfassung bis hin zur Qualitätssicherung.

Mobile Terminals



Self-Checkout Terminal



Neben Handelsketten gehören Logistikunternehmen, Kurier-, Express-, Paketdienstleister sowie Außendienst- und Serviceorganisationen zu den Kunden von Skeye. Wettbewerber sind u.a. Casio, Datalogic, Honeywell, Motorola, IBM und Wincor-Nixdorf. Höft & Wessel bietet über dieses

Segment Self-Checkout Lösungen für den Einzelhandel an. Dabei können Kunden bspw. im Supermarkt ihre Einkäufe bei der Auswahl selbst scannen und am Automaten bezahlen, wodurch der Einkauf vereinfacht und verkürzt werden kann. Die Einkäufe müssen an der Kasse nicht mehr aus dem Einkaufswagen genommen werden und die Wartezeiten an der Kasse werden verringert. In Deutschland hat sich dieses Bezahlssystem bislang nicht durchsetzen können. Aufgrund des Kosteneinsparungspotenzials dieses Systems und des Kostendrucks im Einzelhandel sollte früher oder später der Durchbruch kommen, wenn ein Anbieter den Schritt hin zu Self-Checkout Lösungen wagt.

Hoher Diversifikationsgrad

Bezogen auf Verkehrsmittel und Verkehrswege hält die Höft & Wessel AG Produkte für den Straßenverkehr, die Luftfahrt und den Schienenverkehr im Sortiment, sodass ein hoher Unabhängigkeitsgrad hinsichtlich der einzelnen Verkehrsträger vorliegt und damit verbunden ein günstiger Diversifizierungsgrad erreicht wird. Besonders in schwachen Marktphasen stellt dies einen nicht zu unterschätzenden Wettbewerbsvorteil gegenüber Wettbewerbern ohne nennenswerte Diversifizierungsbemühungen dar.

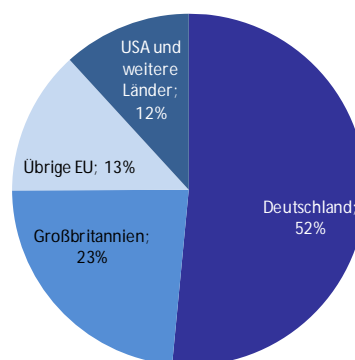
Zu den technischen Kernkompetenzen der Gesellschaft zählen die mannigfaltigen Datenübertragungswege wie bspw. Funk, WirelessLAN, DECT, UMTS und GSM-Kommunikationssysteme. Mit dem Almex Check-In-Terminal ist es außerdem möglich, biometrische Daten und Personalausweisdaten einzulesen und direkt zu erfassen.

Die Gesellschaft hat ihren Sitz in Hannover und beschäftigt aktuell 503 Mitarbeiter.

2 Aktuelle Entwicklung

Trotz des schwierigen Marktumfelds im abgelaufenen Geschäftsjahr konnte Höft & Wessel einen erfolgreichen Geschäftsverlauf melden. Der Umsatz lag mit 94,1 Mio. Euro 4 Prozent unter dem Vorjahreswert. Allerdings ist dies größtenteils dem schwachen britischen Pfund geschuldet. Währungsbereinigt lag der Umsatz mit 97,1 Mio. Euro etwa auf dem Niveau von 2008.

Umsatzverteilung nach Regionen



Quelle: Unternehmen; Dr. Kalliwoda Research

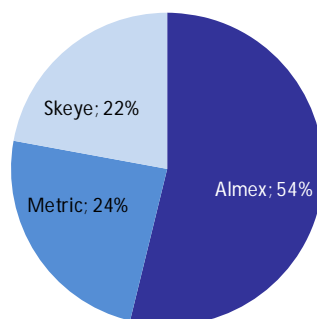
Das Betriebsergebnis (EBIT) lag mit 3,1 Mio. Euro deutlich über dem Vorjahreswert. Allerdings wurde dieser durch Firmenwertabschreibungen in Höhe von 7,8 Mio. Euro reduziert. Besser

vergleichbar ist daher das EBITDA. Hier liegt der Wert für 2009 (7,6 Mio. Euro) um 21 Prozent niedriger als im Vorjahr (9,6 Mio. Euro).

Der Geschäftsbereich Almex (ÖPV) konnte seinen Umsatz um 7 Prozent auf 50,7 Mio. Euro steigern. Das EBIT stieg noch deutlicher um 27 Prozent auf 4,2 Mio. Euro. Mit einem Auftrag für Check-in Automaten an dem russischen Flughafen Vnukovo bei Moskau wurde der Eintritt in den osteuropäischen Markt geschafft. Daneben konnte Almex seine Stellung in Südeuropa weiter ausbauen. Von den Verkehrsbetrieben des Kanton Genf in der Schweiz erhielt Almex im vergangenen Jahr einen Großauftrag über 720 stationäre Ticketautomaten, der bis in das Jahr 2011 reichen wird.

Die Wende zu einem Segment mit einem wesentlichen Beitrag zum Konzernergebnis schaffte im vergangenen Jahr Metric. Nachdem in den Vorjahren bestenfalls sehr geringe Überschüsse zu verzeichnen waren, wurde mit 1,3 Mio. Euro in 2009 ein deutlich positives Ergebnis erzielt. Währungsbereinigt stieg der Umsatz um 13 Prozent und betrug im abgelaufenen Geschäftsjahr 22,6 Mio. Euro. Mit einem Großauftrag über 1.000 Parkautomaten inklusive Backofficesystem in Philadelphia konnte das Geschäft in den USA weiter ausgebaut werden. Die Installation der Automaten wird im ersten Halbjahr 2010 abgeschlossen, so dass der Auftrag auch das laufende Geschäftsjahr positiv beeinflusst. Weitere wichtige Aufträge die gewonnen werden konnten, waren der Full-Service-Vertrag für die etwa 1.000 Ticketautomaten von London Bus, der erneut gewonnen wurde sowie ein Wartungsauftrag für Oyster-Card-Verkaufsautomaten der U-Bahn in London. Durch die Verträge gehört Metric zu den wichtigsten Servicepartnern des ÖPV in London und hofft, dies als „Türöffner“ für weitere Aufträge in UK nutzen zu können.

Umsatzverteilung nach Segmenten



Quelle: Unternehmen; Dr. Kalliwoda Research

Am meisten unter der Wirtschaftskrise zu leiden hatte der Bereich Skeye, der beim Umsatz 27 Prozent gegenüber dem Vorjahr verlor. Auch das Ergebnis ging von 2,0 Mio. Euro in 2008 deutlich zurück und fiel mit -1,3 Mio. Euro negativ aus. Der Umsatzrückgang war in der Branche jedoch üblich, bedingt durch die Kaufzurückhaltung im Handel und die schlechte wirtschaftliche Lage bei Speditionen, die zu Zurückhaltung bei Investitionen führte. Auch unter bestehenden Rahmenverträgen wurden von den Kunden nur zurückhaltend Produkte abgerufen. Im Segment Skeye wurden die Vertriebsaktivitäten verstärkt, womit mehrere Aufträge gewonnen und der Umsatzeinbruch zum Teil abgefangen werden konnte. Ein wichtiger dieser gewonnenen Aufträge ist ein Wartungsvertrag mit Rewe.

Höft & Wessel konnte den Personalaufwand im abgelaufenen Geschäftsjahr leicht senken. Die Personalaufwandsquote lag unverändert bei 25 Prozent.

Der Vorstand der Höft & Wessel AG hat angekündigt, zum ersten Mal seit dem Börsengang eine Dividende zu zahlen. Diese soll 0,08 Euro betragen und entspräche damit etwa einem Drittel des Ergebnisses je Aktie. Das Management plant, bei entsprechendem Geschäftsverlauf und unter Berücksichtigung des Kapitalbedarfs des Unternehmens, auch in den Folgejahren Dividenden auszuschütten.

3 SWOT

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - Regional diversifiziertes Geschäftsmodell - Kundenspezifisch entwickelte Produkte - Langjährige Kundenbeziehungen und Unabhängigkeit von Großkunden durch hohe Anzahl an Kunden - Hohe Innovationskraft durch Fokus auf Forschung und Entwicklung - Solide Umsatzbasis durch Wartungs- und Servicegeschäft 	<ul style="list-style-type: none"> - Zum Teil deutlich größere Wettbewerber mit entsprechender Kapitalausstattung - Abhängigkeit von Zulieferern durch hohes Maß an ausgelagerter Fertigung
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Wachstum im Ausland - Konjunkturerholung sollte für Wachstum in den Bereichen Handel und Logistik sorgen - Unternehmen ist gut aufgestellt bei energiesparenden Produkten und Green IT 	<ul style="list-style-type: none"> - Hoher Wettbewerb kann Druck auf Margen verursachen - Erholung der Wirtschaft dauert länger als erwartet - Hohe Anzahl an kurzfristigen Kreditlinien, die regelmäßig prolongiert werden müssen

4 Ausblick

Das Management von Höft & Wessel erwartet für das laufende Geschäftsjahr eine leichte Verbesserung bei Umsatz und Ergebnis gegenüber 2009. Insbesondere der zuletzt schwächelnde Bereich Skeye sollte mit einer Erholung bei Umsatz und Ergebnis zum Wachstum der Gruppe beitragen. Im Zuge einer weiteren nachhaltigen Erholung der Weltwirtschaft dürfte dieses Segment, mit Kunden in Handel und Logistik, wieder wachsen. Wenn die Unsicherheit über die Wirtschaftslage jedoch bleibt und die Kunden weiter Zurückhaltung üben, dürfte auch die Erholung bei Skeye noch auf sich warten lassen. Auch wenn sich die Konjunkturindikatoren aufhellen, gehen wir von einer langsamen Erholung aus, wobei das Niveau von vor der Krise kurzfristig noch nicht erreicht werden wird.

Internationales Wachstum

Des Weiteren will Höft & Wessel verstärkt im Ausland wachsen. Großaufträge aus den USA, UK und der Schweiz im vergangenen Jahr zeigen, dass diese Strategie erfolgversprechend ist. Mit dem ersten Auftrag in Russland wurde 2009 durch Almex der Markteintritt in Osteuropa geschafft. Die Vertriebsaktivitäten in dieser Region und in Asien wurden in der Vergangenheit verstärkt, was sich jetzt bemerkbar macht. Trotzdem erwarten wir hier kein schnelles Wachstum. Mittel- bis langfristig sehen wir diese Strategie jedoch als notwendig an, um nachhaltiges Wachstum sicherzustellen.

Insbesondere, da sich bei der Nachfrage nach Check-in Terminals im Heimatmarkt bereits eine gewisse Sättigung eingestellt hat, hier also kein großes Wachstum zu erwarten ist. Außerdem werden die internationalen Aktivitäten u.a. durch die Teilnahme an Ausschreibungen in Südamerika ausgeweitet.

Green IT

Mit der Ausrichtung auf Energieeffizienz und Nachhaltigkeit geht Höft und Wessel den richtigen Schritt, um innovative Produkte für die Kunden bereitzustellen. Mit stromsparenden und solarbetriebenen Ticketautomaten können die Kunden Energie sparen und somit ihre Kosten senken. Neue Bezahlssysteme wie E-Ticketing, die Höft & Wessel anbietet, verzichten auf gedruckte Tickets, so dass Papier und Drucker gespart werden, was neben den Komponenten auch den Wartungsaufwand reduziert.

Dividende

Mit der Dividende, die in diesem Jahr erstmalig ausgeschüttet und auch in den Folgejahren beibehalten werden soll, will Höft & Wessel seine Aktie als Dividententitel positionieren. Es soll etwa ein Drittel des Ergebnisses ausgeschüttet werden. Wir erwarten auch in der Zukunft bei entsprechendem Geschäftsverlauf eine Ausschüttung in dieser Höhe.

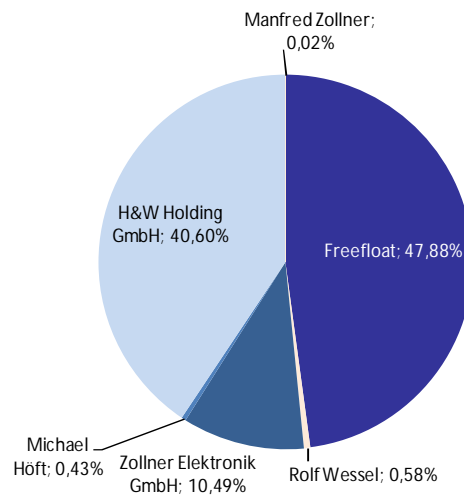
Umsatz nach Segmenten							
Zahlenangaben in EUR m	Geschäftsjahr						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
<i>Skeye</i>	40,4	28,5	20,8	23,7	26,4	29,3	31,8
<i>Almex</i>	31,9	47,3	50,7	49,8	51,7	55,4	57,4
<i>Metric</i>	27,4	22,4	22,6	24,1	25,4	26,5	27,9
Höft & Wessel	99,7	98,1	94,1	97,6	103,5	111,1	117,1
Veränderung zum Vorjahr							
<i>Skeye</i>		-29,5%	-26,9%	13,9%	11,3%	11,0%	8,5%
<i>Almex</i>		48,2%	7,2%	-1,7%	3,9%	7,0%	3,6%
<i>Metric</i>		-18,4%	1,0%	6,5%	5,3%	4,3%	5,5%
Höft & Wessel		-1,6%	-4,1%	3,7%	6,0%	7,4%	5,3%
Anteil am Konzernumsatz							
<i>Skeye</i>	40,5%	29,0%	22,1%	24,3%	25,5%	26,4%	27,1%
<i>Almex</i>	32,0%	48,2%	53,8%	51,0%	50,0%	49,8%	49,0%
<i>Metric</i>	27,5%	22,8%	24,1%	24,7%	24,5%	23,8%	23,9%
Höft & Wessel	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

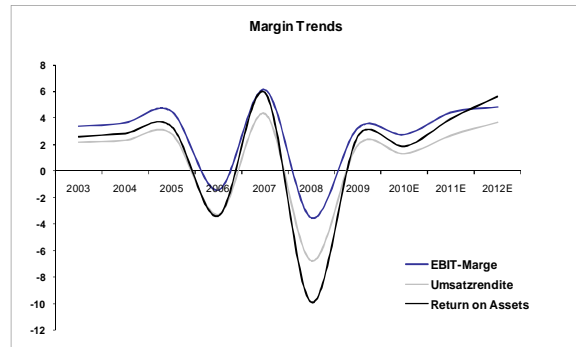
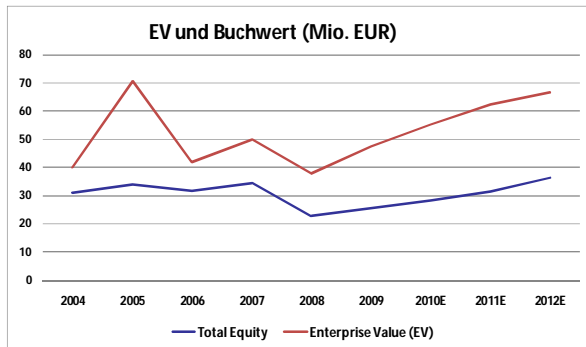
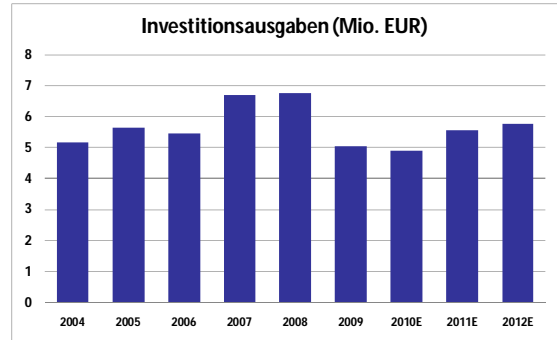
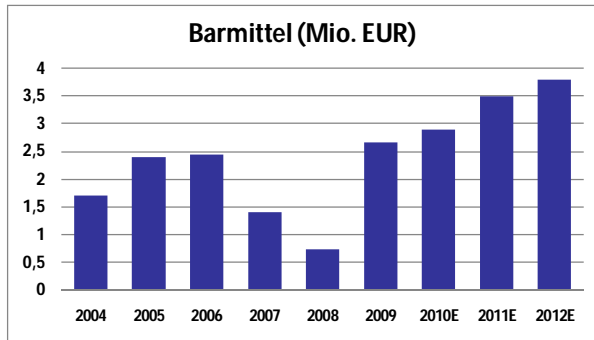
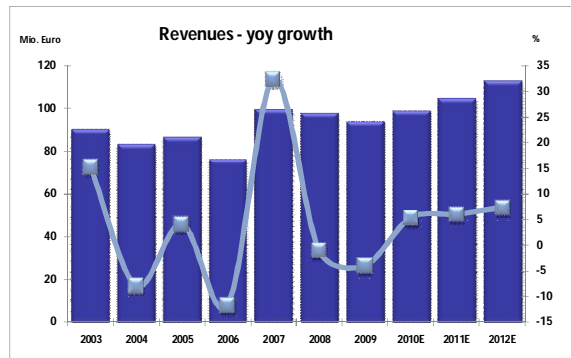
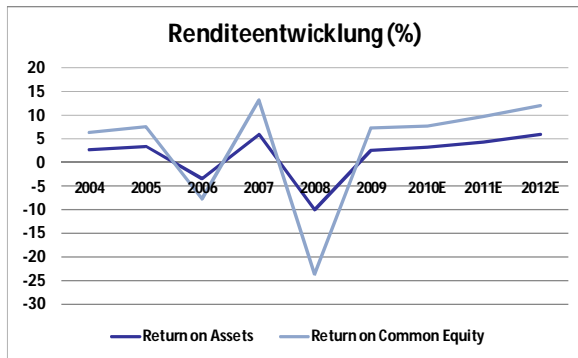
5 Aktie

Der Aktienkurs der Höft & Wessel AG sank im Zuge des allgemeinen Kursverfalls im ersten Quartal 2008 auf einen Tiefstand von 1,71 Euro. Mit der Rallye am Aktienmarkt stieg auch die Aktie von Höft & Wessel wieder und erreichte Ende September mit 4,75 Euro einen Höchststand. Seit Februar dieses Jahres pendelt der Kurs zwischen 3,80 Euro und 4,20 Euro. Über das Jahr 2009 konnte die Aktie einen Zuwachs von 37,5 Prozent verzeichnen, verglichen mit 23,9 Prozent beim DAX.

Aktionärstruktur



6 Absatz-, Rendite- und Ertragsindikatoren



7 Finanzteil

8 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung									
Zahlenangaben in EUR m	Geschäftsjahr								
	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
Umsatzerlöse	84,7	74,0	99,7	98,1	94,1	97,6	103,5	111,1	117,1
Bestandsveränderungen	0,8	2,9	3,4	3,8	-2,7	1,5	0,9	1,1	1,2
Andere aktivierte Eigenleistungen	3,4	4,1	4,8	4,5	3,5	4,1	4,2	3,7	4,2
Sonstige betriebliche Erträge	2,0	2,5	1,5	2,1	1,9	2,0	2,0	1,5	1,8
Materialaufwand	-44,6	-40,8	-58,9	-60,7	-52,1	-58,3	-61,2	-64,4	-69,9
Rohergebnis	46,2	42,7	50,5	47,7	44,7	46,9	49,4	53,0	54,3
Personalaufwand	-24,0	-25,7	-25,8	-24,8	-24,0	-24,6	-25,9	-28,1	-29,6
Abschreibungen auf immaterielle VG und SA	-5,3	-4,7	-5,0	-13,1	-4,5	-6,2	-5,4	-5,7	-5,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-13,0	-13,4	-13,4	-13,4	-13,1	-13,4	-13,5	-13,8	-13,9
Betriebsergebnis	3,9	-1,1	6,3	-3,5	3,1	2,7	4,6	5,4	5,0
Beteiligungsergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinserträge	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	-0,8	-0,9	-1,5	-1,5	-1,0	-1,1	-1,3	-0,9	-1,8
Ergebnis vor Steuern	3,2	-1,9	4,8	-5,0	2,1	1,6	3,3	4,5	3,2
Ertragsteuern	-0,7	-0,6	-0,3	-1,7	-0,2	-0,3	-0,5	-0,4	-0,2
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	2,5	-2,5	4,5	-6,7	1,9	1,3	2,8	4,1	3,0
Ergebnis je Aktie (unverwässert) reported	0,29	-0,29	0,52	-0,79	0,22	0,15	0,33	0,48	0,36
Ergebnis je Aktie (verwässert) reported	0,29	-0,29	0,51	-0,79	0,21	0,14	0,32	0,47	0,35
Profit & Loss (Year on Year)									
Umsatzerlöse	-12,6%	34,7%	-1,6%	-4,1%	3,7%	6,0%	7,4%	5,3%	
Bestandsveränderungen	271,8%	16,6%	11,5%	-172,1%	-155,2%	-43,3%	29,3%	4,6%	
Andere aktivierte Eigenleistungen	22,0%	16,6%	-6,1%	-21,7%	16,6%	2,4%	-11,9%	13,5%	
Sonstige betriebliche Erträge	28,2%	-40,0%	39,3%	-10,2%	4,0%	1,1%	-24,0%	20,6%	
Materialaufwand	-8,4%	44,3%	3,1%	-14,1%	11,9%	4,9%	5,4%	8,4%	
Rohergebnis	-7,6%	18,3%	-5,5%	-6,5%	4,9%	5,3%	7,3%	2,6%	
Personalaufwand	7,1%	0,5%	-4,1%	-3,1%	2,5%	5,2%	8,6%	5,3%	
Abschreibungen auf immaterielle VG und SA	-11,3%	6,4%	162,0%	-65,7%	38,0%	-12,9%	5,6%	1,8%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	3,1%	0,0%	0,1%	-2,4%	2,0%	1,0%	2,0%	1,0%	
Betriebsergebnis	-127,2%	-688,8%	-155,9%	-187,4%	-12,1%	69,9%	17,6%	-7,0%	
Beteiligungsergebnis									
Zinserträge					-74,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	
Zinsaufwendungen	10,3%	74,4%	0,0%	-32,8%	9,1%	18,2%	-30,8%	100,0%	
Ergebnis vor Steuern	-161,1%	-348,7%	-203,5%	-141,9%	-22,4%	104,6%	36,5%	-28,4%	
Ertragsteuern	-18,8%	-46,4%	466,7%	-86,6%	42,3%	54,8%	-20,0%	-50,0%	
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	-200,8%	-280,7%	-248,2%	-127,8%	-30,3%	117,0%	46,6%	-26,2%	
Profit & Loss (% of Revenues)									
Umsatzerlöse	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	
Bestandsveränderungen	3,9%	3,4%	3,8%	-2,9%	1,5%	0,8%	1,0%	1,0%	
Andere aktivierte Eigenleistungen	5,5%	4,8%	4,6%	3,7%	4,2%	4,1%	3,3%	3,6%	
Sonstige betriebliche Erträge	3,4%	1,5%	2,1%	2,0%	2,0%	1,9%	1,3%	1,5%	
Materialaufwand	-55,1%	-59,0%	-61,9%	-55,4%	-59,7%	-59,1%	-58,0%	-59,7%	
Rohergebnis	57,7%	50,7%	48,7%	47,5%	48,0%	47,7%	47,7%	46,4%	
Personalaufwand	-34,7%	-25,9%	-25,2%	-25,5%	-25,2%	-25,0%	-25,3%	-25,3%	
Abschreibungen auf immaterielle VG und SA	-6,4%	-5,0%	-13,4%	-4,8%	-6,4%	-5,2%	-5,1%	-5,0%	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-18,1%	-13,4%	-13,7%	-13,9%	-13,7%	-13,0%	-12,4%	-11,9%	
Betriebsergebnis	-1,4%	6,3%	-3,6%	3,3%	2,8%	4,4%	4,9%	4,3%	
Beteiligungsergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Zinserträge	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Zinsaufwendungen	-1,2%	-1,5%	-1,5%	-1,1%	-1,1%	-1,3%	-0,8%	-1,5%	
Ergebnis vor Steuern	-2,6%	4,8%	-5,1%	-2,2%	1,7%	3,2%	4,1%	2,8%	
Ertragsteuern	-0,8%	-0,3%	-1,7%	-0,2%	-0,3%	-0,5%	-0,4%	-0,2%	
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	-3,4%	4,5%	-6,8%	2,0%	1,3%	2,7%	3,7%	2,6%	

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

9 Bilanzen

Bilanzen							
Zahlenangaben in EUR m	Geschäftsjahr						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
Aktiva							
<i>Kurzfristige Vermögenswerte</i>							
Vorräte	23,7	26,9	26,1	24,0	23,8	24,0	24,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	16,8	12,4	17,2	18,0	19,0	20,2	21,6
Zahlungsmittel	1,4	0,7	2,7	2,9	3,5	3,8	4,4
Sonstige Vermögenswerte	3,1	4,5	6,0	6,3	6,7	7,1	7,1
Summe kurzfristige Vermögenswerte	45,0	44,5	51,9	51,2	53,0	55,1	57,5
<i>Langfristige Vermögenswerte</i>							
Immaterielle Vermögenswerte	19,6	10,1	11,0	10,8	11,2	11,0	11,3
Sachanlagen	3,9	3,5	3,5	3,5	3,4	3,7	3,9
Latente Ertragsteuern	5,8	4,2	3,8	3,5	3,2	2,9	2,6
Summe langfristige Vermögenswerte	29,3	17,8	18,3	17,8	17,9	17,6	17,8
Bilanzsumme	74,3	62,3	70,3	69,0	70,8	72,7	75,2
<i>Eigenkapital</i>							
Gezeichnetes Kapital	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Kapitalrücklage	19,8	20,0	20,1	20,1	20,1	20,1	20,1
Gewinnrücklage	7,7	0,9	2,8	4,1	6,9	11,0	14,0
Übriges Eigenkapital	-1,3	-6,6	-5,9	-5,2	-5,3	-4,8	-4,2
Summe Eigenkapital	34,7	22,8	25,5	27,4	30,2	34,8	38,4
<i>Langfristiges Fremdkapital</i>							
Personalbezogene Rückstellungen	0,6	0,4	0,7	0,8	0,9	0,9	0,8
Finanzielle Schulden aus Leasing	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzverbindlichkeiten	0,1	0,5	3,6	3,1	2,4	1,7	0,9
Latente Ertragsteuern	2,7	3,2	2,7	2,9	2,7	2,0	1,0
Summe langfristiges Fremdkapital	3,7	4,1	6,9	6,8	6,0	4,6	2,7
<i>Kurzfristiges Fremdkapital</i>							
Rückstellungen	2,2	2,3	2,2	2,1	2,2	2,1	2,0
Laufende Ertragsteuerschulden	1,0	0,6	0,6	1,0	0,7	0,7	0,7
Finanzielle Schulden aus Leasing	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Finanzverbindlichkeiten ggü Banken	6,1	12,4	13,0	10,9	10,7	8,9	9,4
Finanzverbindlichkeiten ggü anderen Kreditgebern	3,6	2,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Schulden aus Lieferungen und Leistungen	14,0	9,0	8,4	8,1	8,9	8,8	8,3
Erhaltene Anzahlungen	4,1	5,4	9,0	8,2	8,2	8,5	8,8
Personalbezogene Schulden	1,0	0,8	0,9	0,9	0,8	0,9	1,6
Sonstige Schulden	3,7	2,3	3,7	3,3	3,0	3,2	3,2
Summe kurzfristige Fremdkapital	35,9	35,4	37,8	34,7	34,7	33,3	34,1
Bilanzsumme	74,3	62,3	70,3	69,0	70,8	72,7	75,2

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

10 Kapitalflussrechnung

Kapitalflussrechnung							
Zahlenangaben in EUR m	Geschäftsjahr						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
EBIT	6,2	-3,5	3,1	2,7	4,6	5,4	5,0
zahlungsunwirksame Aufwendungen/Erträge	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2
Aufwendungen/Erträge aus Ertragssteuern	-0,5	-1,7	-0,2	-0,8	-0,9	-0,7	-0,8
Zinseinnahmen	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsausgaben	-1,5	-1,5	-1,0	-1,1	-1,3	-0,9	-1,8
Auszahlungen/Einzahlungen für Ertragssteuern	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen auf Gegenstände des AV	5,0	13,1	4,5	6,2	5,4	5,7	5,8
Zunahme/Abnahme Rückstellungen	-0,6	-0,1	0,2	0,0	0,2	-0,1	-0,2
Gewinn/Verlust aus dem Abgang des AV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zunahme/Abnahme aus aktiven latenten Steuern	0,0	1,8	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Zunahme/Abnahme aus passiven latenten Steuern	0,0	0,4	-0,5	0,1	0,0	0,1	0,0
Zunahme/Abnahme Vorräte	-2,5	-4,0	0,8	2,1	0,2	-0,2	-0,4
Zunahme/Abnahme Forderungen aus LuL	0,7	5,6	-4,3	-0,8	-1,0	-1,2	-1,4
Zunahme/Abnahme der sonstigen Vermögenswerte	0,1	-1,4	-1,5	-0,3	-0,4	-0,4	0,0
Zunahme/Abnahme der laufenden Ertragssteuerverb.	0,1	-0,4	0,0	0,4	-0,3	0,0	0,0
Zunahme/Abnahme der Verbindlichkeiten aus LuL	2,6	-6,2	-0,5	-0,3	0,8	-0,1	-0,6
Zunahme/Abnahme der erhaltenen Anzahlungen	2,8	1,2	3,7	-0,8	0,0	0,3	0,3
Zunahme/Abnahme der sonstigen Schulden	-0,6	-2,0	1,3	-0,4	-0,3	0,2	0,0
Cashflow aus lfd. Geschäftstätigkeit	12,2	1,5	5,9	7,6	7,4	8,6	6,4
Auszahlungen für Investitionen in das SAV	-1,4	-1,5	-1,3	-1,0	-1,3	-1,3	-1,4
Einzahlungen aus dem Abgang von SAV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Auszahlungen für Investitionen in das immaterielle Vermögen	-5,3	-5,2	-3,8	-3,9	-4,3	-4,4	-4,6
Zu-/Abfluss aus investiver Tätigkeit	-6,7	-6,8	-5,0	-4,9	-5,6	-5,7	-5,9
Auszahlungen für Finanzierungsleasing	-0,1	-0,3	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2
Dividendenausschüttung	0,0	0,0	0,0	0,7	0,4	0,9	1,4
Einzahlungen aus Anleihen und Aufnahme von Krediten	0,0	5,0	3,0	2,0	1,0	0,0	0,0
Auszahlungen aus der Tilgung von Anleihen und Krediten	-6,4	0,0	-1,9	-2,7	-1,5	-2,1	-2,1
Zu-/Abfluss aus Finanzierungstätigkeit	-6,4	4,7	1,0	-0,2	-0,3	-1,3	-0,9
Zahlungswirksame Veränderungen (Gesamt)	-0,9	-0,6	1,9	2,5	1,6	1,6	-0,5
Zahlungsmittel zum 1.1.	2,3	1,4	0,7	2,7	5,1	6,7	8,3
Veränderungen aus Konsolidierungskreisänd.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Konsol. Veränderungen/Sonstige Veränderungen	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zahlungsmittel zum 31.12.	1,4	0,7	2,7	5,1	6,7	8,3	7,8

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

11 Bewertung

12 DCF-Modell

Für die Ermittlung des Fair Values wurden ein dreistufiges Discounted Cashflow Modell sowie die Marktdaten der Peergroup-Unternehmen herangezogen. Als Datenbasis für die Bewertungen wurden die Konzernabschlüsse der Höft & Wessel AG verwendet.

Dem unterjährigen Bewertungsstichtag wurde durch die Abzinsung der operativen Free Cashflows auf den Bewertungsstichtag Rechnung getragen. Als Bewertungsstichtag wurde der 01.04.2010 gewählt. Soweit nicht betriebsnotwendiges Vermögen vorhanden war, wurde dessen Wert gesondert ermittelt und dem Barwert der Ausschüttungen zugerechnet.

Daran anknüpfend folgt die Residualwertphase, bei der wir mit einer Wachstumsrate von 3 Prozent p.a. kalkulieren.

/ Discounted Cash Flow-Modell (Basis 4/2010)

(Mio. EUR)	<i>Phase 1</i>					
	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Umsatz	97,6	103,5	111,1	117,1	120,6	124,2
Veränderungsrate	-	6%	7%	5%	3%	3%
EBIT	2,7	4,6	5,4	5,0	5,1	5,2
Veränderungsrate	-	70%	18%	-7%	2%	2%
Marge	2,8%	4,4%	4,9%	4,3%	4,2%	4,2%
Beteiligungsergebnis	-1,1	-1,3	-0,9	-1,8	-1,0	-0,9
EBT ex. Zinsergebnis	1,6	3,3	4,5	3,2	4,1	5,2
operativer Steueraufwand	-0,3	-0,5	-0,4	-0,2	-1,3	-1,7
Steuerquote (ex. Zinsergebnis)	20,1%	15,2%	8,9%	6,2%	32,5%	32,5%
Abschreibungen imm. Verm. u. Sachanl.	6,2	5,4	5,7	5,8	6,4	6,4
Abschreibungsquote (%Umsatz)	6,4%	5,2%	5,1%	5,0%	5,3%	5,2%
Veränderung langf. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3
Anteil Umsatz	-	-	-	0,3%	0,2%	0,2%
CF-Geschäftsbedarf (Veränderung WC)	2,3	1,8	-1,1	1,6	-0,6	-0,5
Working-Capital-Ratio (%Umsatz)	2,4%	18%	-10%	14%	-0,5%	-0,4%
Sachanlageinvestitionen	-4,9	-5,6	-5,7	-5,9	-5,6	-5,9
Investitionsquote (%Umsatz)	-5,0%	-5,4%	-5,2%	-5,1%	-4,7%	-4,7%
Sonstige Anpassungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash-Flow	4,9	4,4	2,9	4,8	3,2	3,9

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

13 WACC

Der Diskontierungssatz wurde mit Hilfe der gewichteten Kapitalkosten ermittelt. Wir gehen davon aus, dass sich die Kapitalstruktur in den kommenden Geschäftsjahren nicht wesentlich verändern wird.

WACC-Berechnung

Wachstumsprämissen

Langfristiges Wachstum/ Inflationsrate	3,0%
Angleichungsphase (ab 2016)	5 Jahre
Anfangswachstum des Umsatzes	1,0%
Margenerwicklung (p.a.)	+1 BP

Eigenkapitalkosten

Langfristiger risikoloser Zinssatz	3,8%
Risikoprämie Markt / Aktienmarktrendite	5,0%
Beta des Unternehmens (Näherung)	1,34

Eigenkapitalkostensatz **10,5%**

Fremdkapitalkosten

Fremdkapitalkostensatz (vor St.)	7,0%
Steuersatz auf Fremdkapitalzinsen	30,0%
Fremdkapitalkostensatz (nach St.)	4,9%

Wert des Eigenkapitals	34
Wert des Fremdkapitals	45
Gearing	131,6%
WACC	7,32%

Anpassungen des Fremdkapitals an den gegenwärtigen Marktzins wurden nicht getätigt. Die risikofreie Rendite basiert auf der Durchschnittsrendite 30jähriger Bundesanleihen. Die Ermittlung der Risikoprämie folgt dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) und deckt insbesondere die systematischen Risiken (Marktrisikoprämie) ab. Der von uns verwendete Betawert zur Ermittlung des unternehmensspezifischen Risikos orientiert sich an der Wertentwicklung des Referenzindex DAX.

14 Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 4,71. Er ist damit um 17,2 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 4,02). Die Modifikation der Aktionsparameter im Terminal Value sind der nachstehenden Sensitivitätsanalyse zu entnehmen. Diese zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes.

Sensitivitätsanalyse		Wert je Aktie				
(EUR)		Diskontierungszinssatz				
$\beta = 1,34$	6,82%	7,07%	7,32%	7,57%	7,82%	
Wachstum	2,0%	4,65	4,24	3,88	3,55	3,25
	2,5%	5,14	4,67	4,25	3,88	3,54
	3,0%	5,76	5,20	4,71	4,28	3,89
	3,5%	6,57	5,88	5,29	4,77	4,32
	4,0%	7,66	6,79	6,05	5,41	4,86

Sensitivitätsanalyse		Marktkapitalisierung				
(Mio.EUR)		Diskontierungszinssatz				
$\beta = 1,34$	6,82%	7,07%	7,32%	7,57%	7,82%	
Wachstum	2,0%	39,49	36,07	32,98	30,18	27,63
	2,5%	43,67	39,69	36,14	32,96	30,08
	3,0%	48,95	44,21	40,04	36,34	33,03
	3,5%	55,81	50,00	44,96	40,55	36,67
	4,0%	65,12	57,67	51,37	45,95	41,25

15 Peer Group Analyse

Die aus unserem DCF-Modell hervorgegangene Bewertung der Höft & Wessel AG haben wir zusätzlich mit Hilfe einer Peer Group Analyse einer Plausibilitätsprüfung unterzogen. Dabei haben wir vorrangig Unternehmen ausgewählt, die sich auf Datenerfassung bzw. die Herstellung von Kassen/Scannersystemen für den Handel spezialisiert haben. Multiplikatorverfahren basieren auf einer vergleichenden Betrachtungsweise, indem geeignete Vervielfältiger aus Kapitalmarktdaten und Finanzberichterstattung börsennotierter Vergleichsunternehmen auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden.

Die Ausgangsdaten der Vergleichsunternehmen (Angaben in der jeweiligen Landeswährung) stammen von dem Informationsdienstleister Reuters.

Multiples - Peer Group									
Peer Group	EV/Umsatz		EV/EBIT		KGV		EBIT-Marge		
	2009	2010E	2009	2010E	2009	2010E	2009	2010E	
Clarity Commerce Solutions plc	0,87	0,84	23,54	10,20	40,00	8,00	3,68	8,24	
Cognex Corporation	3,30	2,65	<i>neg.</i>	21,59	<i>neg.</i>	38,10	<i>neg.</i>	12,29	
DATALOGIC SpA	1,00	0,93	<i>neg.</i>	15,62	<i>neg.</i>	20,53	<i>neg.</i>	5,97	
init innovation in traffic systems AG	1,94	1,68	11,26	9,16	15,94	13,66	17,23	18,31	
Intermec Inc.	0,91	0,83	<i>neg.</i>	15,30	<i>neg.</i>	33,07	<i>neg.</i>	5,44	
Metrologic Group SA	2,53	2,47	6,45	6,05	14,95	14,81	39,22	40,79	
Microvision, Inc.	66,01	11,06	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	-7,30	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	
NCR Corporation	0,44	0,42	27,60	18,77	<i>neg.</i>	21,99	1,58	2,24	
Psion plc	0,43	0,42	<i>neg.</i>	7,04	<i>neg.</i>	0,13	<i>neg.</i>	5,94	
Unitech Limited	6,41	6,63	9,14	14,67	10,38	23,18	70,15	45,23	
Zebra Technologies Corp.	1,99	1,75	23,21	14,13	38,27	21,75	8,56	12,40	
Median	1,94	1,68	17,23	14,40	15,94	20,53	12,89	10,27	
Höft & Wessel AG	0,50	0,48	15,45	12,32	19,29	16,17	3,27	3,89	
Discount (-)/Premium (+)	-73,96	-71,42	-10,36	-14,40	20,99	-21,22			
Bewertungsbandbreite:	3,20 EUR bis 7,05 EUR								

16 Kontakt

Höft & Wessel AG
Rotenburger Str. 20

30659 Hannover

Dr. Arnd Fritzemeier
Tel.: +49 (0) 511 6102-300
Fax: +49 (0) 511 6102-873
E-Mail: ir@hoeft-wessel.com

DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH		Unterlindau 22 60323 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 www.kalliwoda.com
Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows		
Head: Dr. Norbert Kalliwoda E-Mail: nk@kalliwoda.com	CEFA-Analyst; University of Frankfurt/Main; PhD in Economics; Dipl.-Kfm.	<u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
Michael John E-Mail: mj@kalliwoda.com	Dipl.-Ing. (Aachen)	<u>Sectors:</u> Chemicals, chemical engineering, basic metals, renewable energies, laser/physics
Dr. Thomas Krassmann E-Mail: tk@kalliwoda.com	Dipl.-Geologist, M.Sc.; University of Göttingen & Rhodes University, South Africa;	<u>Sectors:</u> Raw Materials, Mining, Precious Metals, Gem stones.
Wolfgang Neuner E-Mail: wn@kalliwoda.com	MBA (Candidate 2009 Uni. Iowa (US)) and Dipl.-Kfm. (Major Finance and Monetary Economics 2009).	<u>Sectors:</u> Banks, Financial Services, Real Estates - REITS.
Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
Kolja Schick – Freiherr von Flotow	Dipl.-Kaufmann, (University Frankfurt/Main).	<u>Sectors:</u> Consumers, Automotives, Automotive Suppliers, Mechanical Engineering
Dr. Erik Schneider E-Mail: es@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
David Schreindorfer E-Mail: ds@kalliwoda.com	MBA, Economic Investment Management; Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
Hellmut Schaarschmidt; E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt/Main.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
Nele Rave E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; Native Speaker, German School London,	<u>Translations English</u>

Also view Sales and Earnings Estimates:
DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of

Bloomberg
Thomson Reuters
vwd group
JCF Factset

Analyst of this research: Dr. Norbert Kalliwoda, CEFA



17 DISCLAIMER

KAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens 10 % aufweisen	BUY
AKKUMULIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 5% und 10% aufweisen	ACCUMULATE
HALTEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 5% und - 5% aufweisen	HOLD
REDUZIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen - 5% und - 10% aufweisen	REDUCE
VERKAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens - 10 % aufweisen	SELL

Additional Disclosure/Erklärung

DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH hat diese Analyse auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, gefertigt. Wir arbeiten so exakt wie möglich. Wir können aber für die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen und Meinungen keine Gewährleistung übernehmen.

Diese Studie ersetzt nicht die persönliche Beratung. Diese Studie gilt nicht als Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der in dieser Studie angesprochenen Anlageinstrumente. Daher rät DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH, sich vor einer Wertpapierdisposition an Ihren Bankberater oder Vermögensverwalter zu wenden.

Diese Studie ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Diese Studie darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Die Verteilung dieser Studie in andere internationale Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Studie gelangt, sollten sich über gegebenenfalls vorhandene Beschränkungen informieren und diese einhalten.

DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH sowie Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in dieser Studie erwähnten Wertpapieren oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Wertpapiere oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern.

Mögliche Interessenskonflikte

Weder DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals;
- war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt;
- hält an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals;
- hat die analysierten Wertpapiere auf Grund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.

Nur mit dem Unternehmen Höft & Wessel AG bestehen vertragliche Beziehungen zu DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH für die Erstellung von Research-Studien. Durch die Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Leser/Empfänger die Verbindlichkeit dieses Disclaimers.

DISCLAIMER

The information and opinions in this analysis were prepared by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH. The information herein is believed by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH to be reliable and has been obtained from public sources believed to be reliable. With the exception of information about DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH, DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH makes no representation as to the accuracy or completeness of such information.

Opinions, estimates and projections in this report constitute the current judgement of the author as of the date of this analysis. They do not necessarily reflect the opinions, projection, forecast or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate, except if research on the subject company is withdrawn. Prices and availability of financial instruments also are subject to change without notice. This report is provided for informational purposes only. It is not to be construed as an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell any financial instruments or to participate in any particular trading strategy in any jurisdiction. The financial instruments discussed in this report may not be suitable for all investors and investors must make their own investment decision using their own independent advisors as they believe necessary and based upon their specific financial situations and investment objectives. If a financial instrument is denominated in a currency other than an investor's currency, a change in exchange rates may adversely affect the price or value of, or the income derived from, the financial instrument, and such investor effectively assumes currency risk. In addition, income from an investment may fluctuate and the price or value of financial instruments described in this report, either directly or indirectly, may rise or fall. Furthermore, past performance is not necessarily indicative of future results.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person for any purpose without DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH's prior written consent. Please cite source when quoting.