

Update

BUY

Target Price: 4,75 EUR

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

Kurs aktuell:	3,90	
	Hoch	Tief
Kurs 52 W.	4,80	3,28
Marktkap. (Mio. EUR)	33,14	
Anzahl Aktien (in Mio.)	8,5	

Aktionäre

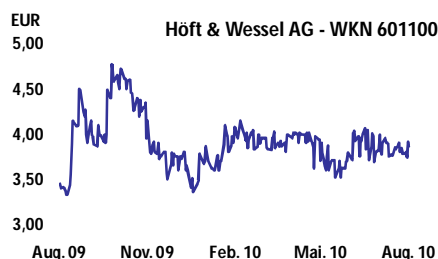
Freefloat	47,88%
H&W Holding GmbH	40,60%
Zollner Elektronik GmbH	10,49%
Rolf Wessel	0,58%
Michael Höft	0,43%
Manfred Zollner	0,02%

Performance

4 Wochen	2,63%
13 Wochen	2,90%
26 Wochen	-4,41%
52 Wochen	13,04%
lfd. Jahr	3,17%

Dividende

	in EUR	in %
2008	0,00	0%
2009	0,08	37%
2010e	0,09	37%
2011e	0,13	37%



Dr. Norbert Kalliwoda
nk@kalliwoda.com

Kolja Schick – Freiherr von Flotow
ks@kalliwoda.com

Phone: +49 (69) 97 20 58 53
www.kalliwoda.com

Höft & Wessel AG

Auf dem richtigen Weg

- Der Umsatz von Höft & Wessel konnte im zweiten Quartal erwartungsgemäß gesteigert werden. Aufgrund temporärer Effekte aus der Bewertung von Hedging-Geschäften fiel das operative Ergebnis negativ aus. Diese Effekte werden mit dem Zahlungseingang aus den entsprechenden Geschäften wieder aufgehoben.
- Die Segmente Almex und Metric konnten im ersten Halbjahr erfreuliche Umsätze erzielen. Zwar lag der Umsatz von Almex unter dem des Vorjahres, dies ist jedoch auf das extrem starke erste Quartal 2009 zurückzuführen. Metric legte bei Umsatz (+35 Prozent) und operativem Ergebnis (+325 Prozent) stark zu. Das „Sorgenkind“ bleibt weiter Skeye, das weniger Umsatz und EBIT als im Vorjahreszeitraum erreichte.
- Stark im Vergleich zum Vorjahr war der operative Cash Flow von 3,8 Mio. Euro (H1 2009: -1,6 Mio. Euro). Gleichzeitig konnten kurzfristige Kredite in Höhe von etwa 2 Mio. Euro zurückgeführt werden.
- Wichtig für das zukünftige Wachstum ist der Auftragseingang, der in der ersten Jahreshälfte 2010 um 9 Prozent gegenüber H1 2009 zunahm. Auch der Auftragsbestand lag höher als im Vorjahreszeitraum.
- Wir erwarten weiterhin eine Steigerung bei Umsatz und Ergebnis auf Jahresbasis und haben unsere Schätzungen leicht angepasst. Der Target Price liegt weiterhin bei 4,75 Euro, was ein Upside-Potenzial von 21,7 Prozent gegenüber dem aktuellen Kurs impliziert.

EUR m	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Umsatzerlöse	98,07	94,10	97,60	103,50	111,11
EBITDA	9,58	7,57	9,23	10,12	11,23
EBIT	-3,52	3,08	3,53	4,72	5,53
Nettoergebnis	-6,67	1,85	1,95	2,94	4,24
EPS	-0,79	0,22	0,23	0,35	0,50
BVPS	2,68	3,00	3,30	3,64	4,20
CFPS	0,18	0,70	0,93	0,89	0,96
RoE	-23,50 %	7,26 %	6,96 %	9,48 %	11,88 %
RoS	-6,80 %	1,97 %	2,00 %	2,84 %	3,82 %
EBIT margin	-3,59 %	3,27 %	3,62 %	4,56 %	4,98 %

Inhalt

1	Unternehmensprofil.....	3
2	Aktuelle Entwicklung	3
3	Aktie.....	6
4	Quartalszahlen.....	7
5	Finanzteil	8
5.1	Gewinn- und Verlustrechnung	8
5.2	Bilanzen	9
5.3	Kapitalflussrechnung	10
6	Bewertung.....	11
6.1	DCF-Modell.....	11
6.2	WACC	12
6.3	Fair Value – Sensitivitäten.....	12
6.4	Peer Group Analyse.....	13
7	Kontakt.....	14
8	DISCLAIMER.....	15

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.

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

2 Aktuelle Entwicklung

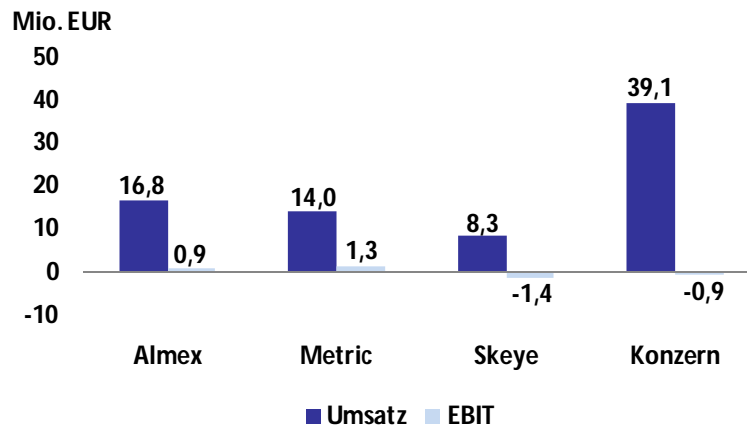
Die Ergebnisse des zweiten Quartals blieben im Rahmen der Erwartungen. Der Umsatz konnte leicht gesteigert werden, auf 23,2 Mio. Euro. Dies entspricht einem Anstieg gegenüber dem Vorjahresquartal um 2,5 Prozent, im Vergleich zu Q1 sogar um 46 Prozent. Das vergleichsweise schwache Q1 war auch dafür verantwortlich, dass der Umsatz im ersten Halbjahr mit 39,1 Mio. Euro deutlich unter dem des Vorjahres lag (47,1 Mio. Euro).

Höft & Wessel konnte in Q2 wieder ein positives operatives Ergebnis von 0,7 Mio. Euro erzielen, nach einem deutlich negativen EBIT in Q1 von -1,6 Mio. Euro. Das EBIT des ersten Halbjahres war mit -0,9 Mio. Euro negativ, insbesondere aufgrund von temporären Währungseffekten. Die Währungsabsicherung von Aufträgen in der Schweiz mußte zum Bilanzstichtag 30.06.2010 neu bewertet werden. Da der Euro zu diesem Zeitpunkt gegenüber dem Schweizer Franken an Wert verloren hatte, ergab sich eine niedrigere Bewertung, die das Ergebnis belastet. Die Abwicklung der Geschäfte erfolgt mit abgesicherten Kursen, so dass kein Währungsrisiko besteht.

Positiv entwickelte sich in den ersten sechs Monaten der Cash Flow. Mit 3,8 Mio. Euro lag der operative Cash Flow gegenüber dem Vorjahreszeitraum deutlich höher (H1 2009: -1,6 Mio. Euro). Kurzfristige Finanzkredite konnten in Höhe von 2,1 Mio. Euro zurückgeführt werden. Zusätzlich ergab sich durch die erstmalige Zahlung einer Dividende ein Mittelabfluss von 0,7 Mio. Euro.

Gesteigert werden konnte auch der Auftragseingang, der um 9 Prozent zulegte und in der ersten Jahreshälfte bei 48,1 Mio. Euro lag. Der Auftragsbestand lag zum Stichtag bei 83,4 Mio. Euro. Zum Geschäftsjahresende 2009 betrug dieser Wert noch 74,4 Mio. Euro.

Umsatz und EBIT in H1 2010 nach Segmenten



Quelle: Unternehmen

Almex

Der Geschäftsbereich Almex bleibt weiterhin ein wichtiger Umsatz- und Ergebnisbringer für Höft & Wessel. In Q2 lag der Umsatz bei 10,8 Mio. Euro und damit 78 Prozent über dem Wert in Q1. Der im ersten Halbjahr erreichte Wert lag mit 16,8 Mio. Euro um 37 Prozent unter dem Umsatz im starken Vorjahreszeitraum. Durch den Umsatzrückgang sowie temporäre Neubewertungen von Hedgegeschäften sank das operative Ergebnis in H1 auf 0,9 Mio. Euro (H1 2009: 2,5 Mio. Euro). Bei der Abwicklung der abgesicherten Geschäfte werden sich diese Bewertungseffekte auflösen. Das operative Ergebnis des zweiten Quartals lag bei 1,6 Mio. Euro und somit höher als im Vorjahresquartal (1,1 Mio. Euro) und deutlich über dem Wert in Q1, als mit -0,7 Mio. Euro ein negatives EBIT erzielt wurde. Almex konnte weiter Ausschreibungen gewinnen und neue Aufträge mit einem höheren Volumen als der Umsatz in die Bücher nehmen.

Metric

Der zweite Geschäftsbereich von Höft & Wessel, der maßgeblich zu Umsatz und Ergebnis beiträgt, ist Metric. Hier konnte der Umsatz um 35 Prozent gegenüber 2009 auf 14,0 Mio. Euro gesteigert werden. Auch auf Quartalsbasis stieg der Umsatz gegenüber dem Vorjahreszeitraum. Während im Q2 des Vorjahres 5,1 Mio. Euro Umsatz erzielt wurden, waren es im zweiten Quartal 2010 8,1 Mio. Euro. Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern betrug in den ersten sechs Monaten 1,3 Mio. Euro, wovon der Großteil (1,1 Mio. Euro) im zweiten Quartal erzielt wurde. Im Vergleich zum Vorjahr konnte der Wert sowohl für das Halbjahr (Vj: 0,4 Mio. Euro) als auch für das zweite Quartal (Vj: 0,3 Mio. Euro) deutlich gesteigert werden. Wie Almex konnte auch das Segment Metric neue Aufträge gewinnen, insbesondere in Großbritannien.

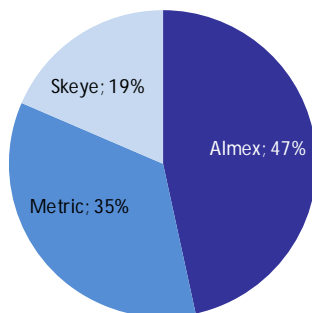
Skeye

Weiter das „Sorgenkind“ von Höft & Wessel bleibt Skeye. Der Geschäftsbereich musste im ersten Halbjahr 2010 Einbußen bei Umsatz und EBIT hinnehmen. Die Umsätze lagen bei 8,3 Mio. Euro, gegenüber 10,1 Mio. Euro im Vorjahr. Dabei wurde im zweiten Quartal ein Umsatz von 4,3 Mio. Euro erzielt (Q2 2009: 5,2 Mio. Euro). Das operative Ergebnis lag in H1 bei -1,4 Mio. Euro und damit unter dem Vorjahreswert von -0,8 Mio. Euro. Hierin enthalten waren temporäre Erträge aus Wechselkursabsicherungen von 0,4 Mio. Euro, die sich bei Abwicklung der Geschäfte größtenteils wieder ausgleichen werden. Das EBIT des zweiten Quartals betrug -0,7 Mio. Euro verglichen mit -0,3

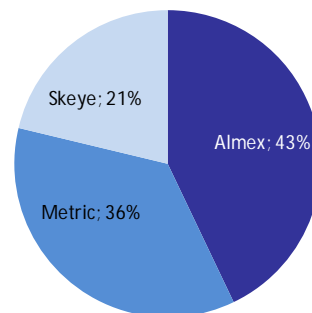
Mio. Euro im Vorjahresquartal. Um im Bereich Skeye wieder zu wachsen, hofft das Management, außer im Direktvertrieb auch durch Vertriebspartner Aufträge gewinnen zu können.

Der Anteil von Almex am Gesamtumsatz legte im zweiten Quartal um 9 Prozent zu verglichen mit Q1. Dementsprechend verloren die beiden anderen Segmente. Metric büßte lediglich 2 Prozent ein, während Skeye 6 Prozent weniger Anteil am Gesamtumsatz des zweiten Quartals aufwies. Auf das erste Halbjahr bezogen relativieren sich diese Zahlen naturgemäß etwas. Die Zunahme von Almex fällt dann weniger hoch aus wie auch die Abnahme bei Metric und Skeye.

Umsatzverteilung nach Segmenten in Q2



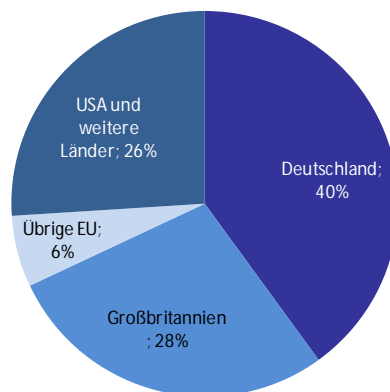
Umsatzverteilung nach Segmenten in H1



Quelle: Unternehmen

Bei der regionalen Verteilung der Umsätze legte der Bereich „USA und weitere Länder“ weiter zu (+7 Prozent). Großbritannien verlor dagegen Anteile (-5 Prozent). Deutschland und übrige EU blieben etwa auf dem gleichen Niveau wie in Q1. Insgesamt blieb die Verteilung etwa gleich. Deutschland bleibt weiterhin der wichtigste Markt für Höft & Wessel, gefolgt von USA und UK mit etwa gleichem Anteil am Konzernumsatz. Die Länder der übrigen EU machen mit weniger als 10 Prozent nur einen geringen Teil aus.

Umsatzverteilung nach Regionen in H1



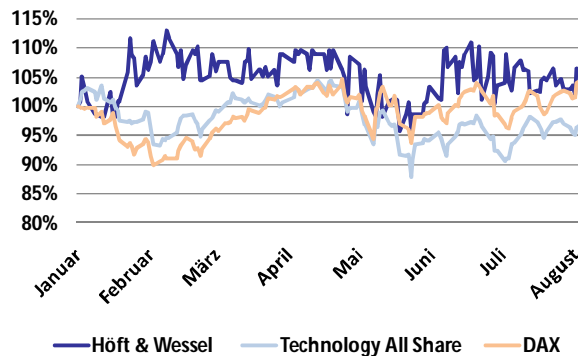
Quelle: Unternehmen

Wie im ersten Quartal liegen auch die Zahlen im zweiten Quartal im Rahmen unserer Erwartungen. Sowohl Umsatz als auch Ergebnis konnten gesteigert werden. Damit bewahrheitet sich die vom Management ausgegebene Prognose von steigenden Zahlen im Jahresverlauf. Dafür spricht auch der weiter steigende Auftragseingang. Wir gehen weiterhin davon aus, dass Höft & Wessel seine Ziele bei Umsatz und Ergebnis erreichen wird.

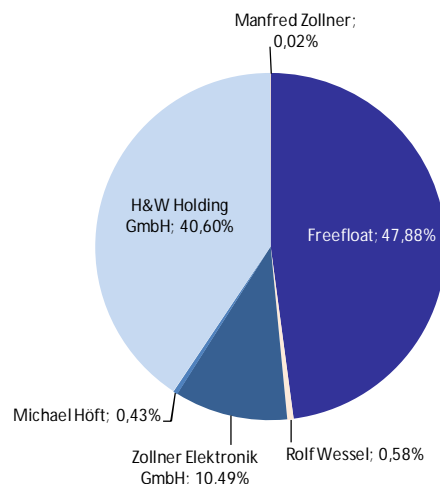
3 Aktie

Die Aktie der Höft & Wessel AG zeigte seit Jahresbeginn eine bessere Performance als DAX und TecDAX. Insbesondere in Februar und März entwickelte sie sich deutlich positiv, während beide Indizes unterhalb ihres Werts vom Jahresanfang notierten. Ihren Jahreshöchststand erreichte die Aktie im Februar bei 4,15 Euro. Nach einem Zwischentief Ende Mai erholte sich der Kurs wieder und notiert konstant über dem Wert zu Jahresbeginn. Aktuell notiert die Aktie bei 3,90 Euro und damit leicht über dem Kurs von Anfang Januar. Der Technology All Share Index liegt hingegen bei etwa 95 Prozent des Referenzwerts.

Aktienkursverlauf 2010

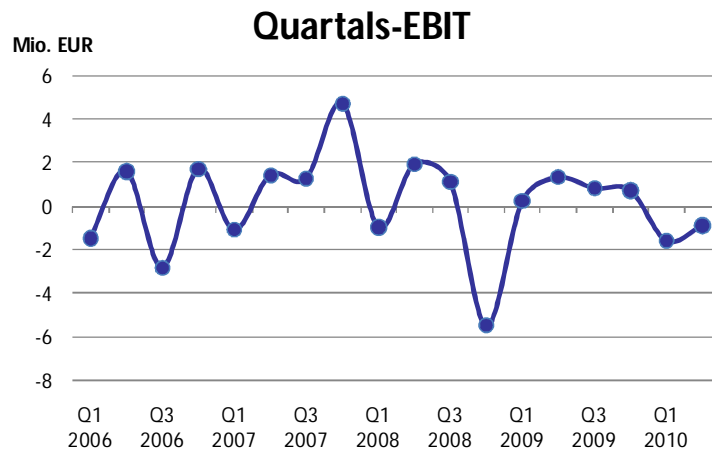
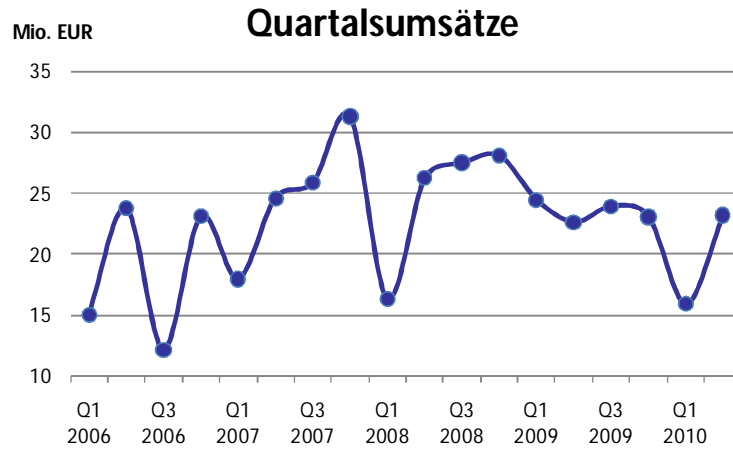


Aktionärsstruktur



In der Aktionärsstruktur ergaben sich im zweiten Quartal keine Änderungen. Der Freefloat liegt weiterhin bei knapp 50 Prozent. Die Großaktionäre sorgen weiterhin für Stabilität unter den Anteilseignern.

4 Quartalszahlen



5 Finanzteil

5.1 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung - Höft & Wessel							
Zahlenangaben in Mio. Euro	Geschäftsjahr						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
Umsatzerlöse	99,7	98,1	94,1	97,6	103,5	111,1	117,1
Bestandsveränderungen	3,4	3,8	-2,7	1,5	0,9	1,1	1,2
Andere aktivierte Eigenleistungen	4,8	4,5	3,5	4,1	4,2	3,7	4,2
Sonstige betriebliche Erträge	1,5	2,1	1,9	2,0	2,0	1,5	1,8
Materialaufwand	-58,9	-60,7	-52,1	-58,3	-61,2	-64,4	-69,9
Rohergebnis	50,5	47,7	44,7	46,9	49,4	53,0	54,3
Personalaufwand	-25,8	-24,8	-24,0	-24,4	-25,9	-28,1	-29,6
Abschreibungen auf immaterielle VG und SA	-5,0	-13,1	-4,5	-5,7	-5,4	-5,7	-5,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-13,4	-13,4	-13,1	-13,2	-13,4	-13,6	-13,8
Betriebsergebnis	6,3	-3,5	3,1	3,5	4,7	5,5	5,2
Beteiligungsergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinserträge	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	-1,5	-1,5	-1,0	-1,1	-1,0	-0,9	-0,8
Ergebnis vor Steuern	4,8	-5,0	2,1	2,4	3,7	4,6	4,4
Ertragsteuern	-0,3	-1,7	-0,2	-0,5	-0,7	-0,9	-0,9
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	4,5	-6,7	1,9	2,0	3,0	3,7	3,5
Ergebnis je Aktie (unverwässert) reported	0,52	-0,79	0,22	0,23	0,35	0,44	0,41
Ergebnis je Aktie (verwässert) reported	0,51	-0,79	0,21	0,22	0,34	0,43	0,40

Profit & Loss (Year on Year)

Umsatzerlöse	34,7%	-1,6%	-4,1%	3,7%	6,0%	7,4%	5,3%
Bestandsveränderungen	16,6%	11,5%	-172,1%	-155,2%	-43,3%	29,3%	4,6%
Andere aktivierte Eigenleistungen	16,6%	-6,1%	-21,7%	16,6%	2,4%	-11,9%	13,5%
Sonstige betriebliche Erträge	-40,0%	39,3%	-10,2%	4,0%	1,1%	-24,0%	20,6%
Materialaufwand	44,3%	3,1%	-14,1%	11,9%	4,9%	5,4%	8,4%
Rohergebnis	18,3%	-5,5%	-6,5%	4,9%	5,3%	7,3%	2,6%
Personalaufwand	0,5%	-4,1%	-3,1%	1,7%	6,0%	8,6%	5,3%
Abschreibungen auf immaterielle VG und SA	6,4%	162,0%	-65,7%	26,9%	-5,3%	5,6%	1,8%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,0%	0,1%	-2,4%	1,0%	1,0%	2,0%	1,0%
Betriebsergebnis	-688,8%	-155,9%	-187,4%	14,7%	33,9%	17,1%	-6,8%
Beteiligungsergebnis							
Zinserträge			-74,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%
Zinsaufwendungen	74,4%	0,0%	-32,8%	9,1%	-9,1%	-10,0%	-11,1%
Ergebnis vor Steuern	-348,7%	-203,5%	-141,9%	17,3%	53,0%	24,3%	-6,0%
Ertragsteuern	-46,4%	466,7%	-86,6%	115,0%	53,0%	24,3%	-6,0%
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	-280,7%	-248,2%	-127,8%	5,3%	53,0%	24,3%	-6,0%

Profit & Loss (% of Revenues)

Umsatzerlöse	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bestandsveränderungen	3,4%	3,8%	-2,9%	1,5%	0,8%	1,0%	1,0%
Andere aktivierte Eigenleistungen	4,8%	4,6%	3,7%	4,2%	4,1%	3,3%	3,6%
Sonstige betriebliche Erträge	1,5%	2,1%	2,0%	2,0%	1,9%	1,3%	1,5%
Materialaufwand	-59,0%	-61,9%	-55,4%	-59,7%	-59,1%	-58,0%	-59,7%
Rohergebnis	50,7%	48,7%	47,5%	48,0%	47,7%	47,7%	46,4%
Personalaufwand	-25,9%	-25,2%	-25,5%	-25,0%	-25,0%	-25,3%	-25,3%
Abschreibungen auf immaterielle VG und SA	-5,0%	-13,4%	-4,8%	-5,8%	-5,2%	-5,1%	-5,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-13,4%	-13,7%	-13,9%	-13,5%	-12,9%	-12,3%	-11,8%
Betriebsergebnis	6,3%	-3,6%	3,3%	3,6%	4,6%	5,0%	4,4%
Beteiligungsergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zinserträge	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zinsaufwendungen	-1,5%	-1,5%	-1,1%	-1,1%	-1,0%	-0,8%	-0,7%
Ergebnis vor Steuern	4,8%	-5,1%	2,2%	2,5%	3,6%	4,2%	3,7%
Ertragsteuern	-0,3%	-1,7%	-0,2%	-0,5%	-0,7%	-0,8%	-0,7%
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	4,5%	-6,8%	2,0%	2,0%	2,9%	3,3%	3,0%

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

5.2 Bilanzen

Bilanzen - Höft & Wessel							
Zahlenangaben in Mio. Euro	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	4,1	5,0	4,2	2,2
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	52,4	54,5	55,4	55,3
<i>Langfristige Vermögenswerte</i>							
Immaterielle Vermögenswerte	19,6	10,1	11,0	10,4	10,8	10,6	11,7
Sachanlagen	3,9	3,5	3,5	3,1	3,5	3,7	5,2
Latente Ertragsteuern	5,8	4,2	3,8	3,5	3,5	3,2	3,1
Summe langfristige Vermögenswerte	29,3	17,8	18,3	17,0	17,8	17,5	20,0
Bilanzsumme	74,3	62,3	70,3	69,4	72,3	73,0	75,3
<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	4,7	7,7	11,4	14,9
Übriges Eigenkapital	-1,3	-6,6	-5,9	-5,2	-5,3	-4,8	-4,2
Summe Eigenkapital	34,7	22,8	25,5	28,1	31,0	35,2	39,3
<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	3,5	3,0	2,2	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	7,2	6,6	5,1	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	10,3	10,7	8,9	9,3
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	2,6	2,5
Summe kurzfristiges Fremdkapital	35,9	35,4	37,8	34,1	34,7	32,7	33,3
Bilanzsumme	74,3	62,3	70,3	69,4	72,3	73,0	75,3

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

5.3 Kapitalflussrechnung

Kapitalflussrechnung - Höft & Wessel							
Zahlenangaben in Mio. Euro	Geschäftsjahr						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
EBIT	6,2	-3,5	3,1	3,5	4,7	5,5	5,2
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	-1,0	-0,9	-0,8
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	5,7	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	-0,4	-0,1
Cashflow aus lfd. Geschäftstätigkeit	12,2	1,5	5,9	7,9	7,9	8,1	7,5
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	-0,7	-1,0	-1,2
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	-1,6	-1,4	-3,2	-3,5
Zahlungswirksame Veränderungen (Gesamt)	-0,9	-0,6	1,9	1,5	0,9	-0,8	-2,0
Zahlungsmittel zum 1.1.	2,3	1,4	0,7	2,7	4,1	5,0	4,2
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	4,1	5,0	4,2	2,2

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

6 Bewertung

6.1 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 01.08.2010 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 8/2010)

(Mio. EUR)	Phase 1					
	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	3,5	4,7	5,5	5,2	5,3	5,4
Veränderungsrate	-	34%	17%	-7%	2%	2%
Marge	3,6%	4,6%	5,0%	4,4%	4,4%	4,3%
Beteiligungsergebnis	-1,1	-1,0	-0,9	-0,8	-1,0	-0,9
EBT ex. Zinsergebnis	2,4	3,7	4,6	4,4	4,3	5,2
operativer Steueraufwand	-0,5	-0,7	-0,9	-0,9	-1,4	-1,7
Steuerquote (ex. Zinsergebnis)	20,1%	20,1%	20,0%	20,0%	32,5%	32,5%
Abschreibungen imm. Verm. u. Sachanl.	5,7	5,4	5,7	5,8	6,4	6,4
Abschreibungsquote (% Umsatz)	5,8%	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)	0,3	-0,5	-1,3	-2,1	-0,6	-0,5
Working-Capital-Ratio (%Umsatz)	0,3%	-0,5%	-1,2%	-1,8%	-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	3,0	2,3	2,4	1,5	3,3	3,9

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

6.2 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%
Margenentwicklung (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.

6.3 Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 4,75. Er ist damit um 21,7 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 3,90). 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%	4,72	4,41	4,13	3,88	3,65
	2,5%	5,08	4,73	4,41	4,12	3,86
	3,0%	5,54	5,12	4,75	4,41	4,11
	3,5%	6,14	5,62	5,17	4,78	4,43
	4,0%	6,94	6,29	5,73	5,25	4,83

Sensitivitätsanalyse		Marktkapitalisierung				
(Mio. EUR)		Diskontierungszinssatz				
$\beta = 1,34$		6,82%	7,07%	7,32%	7,57%	7,82%
Wachstum	2,0%	40,13	37,50	35,13	32,97	30,99
	2,5%	43,21	40,18	37,46	35,01	32,79
	3,0%	47,09	43,51	40,33	37,50	34,96
	3,5%	52,15	47,77	43,96	40,61	37,64
	4,0%	59,01	53,42	48,67	44,58	41,02

6.4 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/EBITDA		EV/EBIT		KGV		EBIT-Marge	KBV
	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2010E
Clarity Commerce Solutions plc	5,57	3,91	6,90	4,02	0,07	0,06	0,09	1,43
Cognex Corporation	10,35	8,93	11,88	10,13	20,25	17,16	0,21	2,04
DATALOGIC SpA	7,06	6,17	10,06	8,31	16,88	12,66	0,09	1,91
init innovation in traffic systems AG	7,62	6,91	8,76	7,85	12,82	11,85	0,20	3,61
Intermec Inc.	14,93	7,17	81,84	9,17	99,18	22,73	0,01	1,37
Metrologic Group SA	6,49	5,99	6,74	6,15	16,68	15,33	0,41	2,02
Microvision, Inc.	n.a.	n.a.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	5,97
NCR Corporation	6,28	5,12	10,11	7,97	14,61	11,47	0,04	3,93
Psion plc	5,48	4,14	7,51	5,81	0,19	0,14	0,05	0,65
Unitech Limited	12,44	8,46	12,96	8,38	19,82	13,05	0,38	-
Zebra Technologies Corp.	8,91	8,17	11,73	10,05	17,79	15,84	0,13	2,24
Median	7,34	6,54	10,08	8,14	16,78	12,85	0,11	2,03
Höft & Wessel AG	5,09	4,45	12,79	9,30	15,20	10,27	3,70	1,27
Discount (-)/Premium (+)	-30,71	-31,96	26,82	14,19	-9,39	-20,08		-37,44
Bewertungsbandbreite:	2,78 EUR bis 5,22 EUR							

7 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		Rüsterstraße 4a 60325 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.
Maximilian F. Kaessens E-Mail: mk@kalliwoda.com	Bachelor of Science in Business Administration (Babson College (05/2012), Babson Park, MA (US))	<u>Sectors:</u> Financials, Real Estate
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 E-Mail: ks@kalliwoda.com	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
Factset

Analysts of this research:

Dr. Norbert Kalliwoda, CEFA Kolja Schick-von Flotow



8 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.