

Update

BUY

Target Price: 4,75 EUR

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

Kurs aktuell: 4,17
Hoch Tief
Kurs 52 W. 4,80 3,28
Marktkap. (Mio. EUR) 35,43
Anzahl Aktien (in Mio.) 8,5

Aktionäre

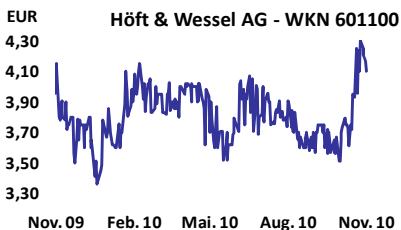
Freefloat 47,88%
H&W Holding GmbH 40,60%
Zollner Elektronik GmbH 10,49%
Rolf Wessel 0,58%
Michael Höft 0,43%
Manfred Zollner 0,02%

Performance

4 Wochen 14,25%
13 Wochen 7,47%
26 Wochen 10,03%
52 Wochen 5,30%
lfd. Jahr 10,32%

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

Schwachtes Q3 gefährdet die Ziele für das Gesamtjahr nicht

- Der Umsatz ging um 15 Prozent gegenüber dem Vorjahreszeitraum auf 60,1 Mio. Euro zurück. Das operative Ergebnis fiel mit -0,8 Mio. Euro negativ aus, gegenüber 2,3 Mio. Euro zum 30.09.2009. Wie in Q2 waren hierfür jedoch stichtagsbezogene Bewertungseffekte aus Währungs-Hedgeschäften verantwortlich. Der Umsatzrückgang in Q3 ist auf Verzögerungen bei der Auslieferung zurück zu führen.
- Lieferengpässe bei elektronischen Bauteilen sorgten dafür, dass Höft & Wessel Auslieferungen vom dritten in das vierte Quartal verschieben musste. Dementsprechend werden die jeweiligen Umsätze auch erst in Q4 vereinnahmt. Das Schlussquartal wird daher voraussichtlich einen deutlichen Umsatzanstieg verzeichnen, so dass Höft & Wessel seine Prognose eines leichten Umsatzanstiegs auf Gesamtjahresbasis erreichen wird.
- Das Segment Metric konnte Umsatz (+8%) und EBIT (+19%) steigern. Bei Almex gingen aufgrund o.g. Lieferengpässe beide Werte zurück (Umsatz -25%, EBIT -32%). Bei Skeye sorgte das schwache Marktumfeld für einen Rückgang um -17% beim Umsatz und von -1,3 Mio. Euro auf -3,3 Mio. Euro beim operativen Ergebnis.
- Erfreulich entwickelte sich der operative Cashflow. Er stieg in den ersten neun Monaten auf das Rekordhoch von 5,8 Mio. Euro. Ebenfalls gesteigert werden konnten Auftragseingang (+15 Prozent auf 66,3 Mio. Euro) und Auftragsbestand (+8 Prozent auf 80,7 Mio. Euro).
- Wir erwarten, dass Höft & Wessel mit einem starken Q4 das Umsatzziel für das Gesamtjahr erreichen wird. Das EBIT wird voraussichtlich etwas geringer ausfallen als im Vorjahr. Unser Kursziel liegt weiterhin bei 4,75 Euro und auch die Kaufempfehlung bleibt bestehen.

EUR m	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Umsatzerlöse	98,07	94,10	97,60	103,50	111,11
EBITDA	9,58	7,57	8,63	10,12	11,23
EBIT	-3,52	3,08	2,93	4,72	5,53
Nettoergebnis	-6,67	1,85	1,47	2,99	3,71
EPS	-0,79	0,22	0,17	0,35	0,44
BVPS	2,68	3,00	3,25	3,59	4,09
CFPS	0,18	0,70	0,86	0,92	0,96
RoE	-23,50 %	7,26 %	5,34 %	9,79 %	10,68 %
RoS	-6,80 %	1,97 %	1,51 %	2,89 %	3,34 %
EBIT margin	-3,59 %	3,27 %	3,00 %	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.

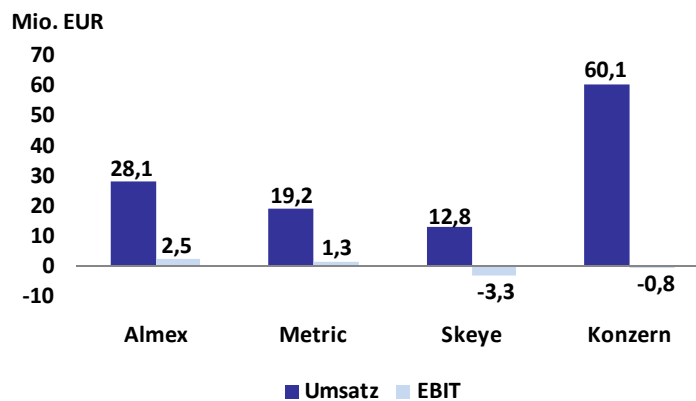
Die Gesellschaft hat ihren Sitz in Hannover sowie in Swindon, Großbritannien und beschäftigt aktuell 499 Mitarbeiter.

2 Aktuelle Entwicklung

Auf den ersten Blick erscheinen die Zahlen der ersten neun Monate enttäuschend. Der Umsatz ging um 15 Prozent gegenüber dem Vorjahreszeitraum auf 60,1 Mio. Euro zurück. Das operative Ergebnis fiel mit -0,8 Mio. Euro negativ aus, gegenüber 2,3 Mio. Euro zum 30.09.2009. Wie in Q2 waren hierfür jedoch stichtagsbezogene Bewertungseffekte aus Währungs-Hedgegeschäften verantwortlich. Mit der Abwicklung der Geschäfte werden sich die Effekte umkehren und in Q4 sowie in 2011 zu höheren Ergebnissen führen. Der Umsatzrückgang in Q3 ist auf Verzögerungen bei der Auslieferung zurück zu führen. Da während der Wirtschaftskrise die Lagerbestände bei elektronischen Bauteilen abgebaut wurden und die Produzenten dementsprechend ihre Produktion verringerten, kam es mit steigender Nachfrage zu Lieferengpässen. Davon war auch Höft & Wessel betroffen, so dass Auslieferungen vom dritten in das vierte Quartal verschoben werden mussten. Dementsprechend werden die jeweiligen Umsätze auch erst in Q4 vereinnahmt. Das Schlussquartal wird daher voraussichtlich einen deutlichen Umsatzanstieg verzeichnen, so dass Höft & Wessel seine Prognose eines leichten Umsatzanstiegs auf Gesamtjahresbasis erreichen wird.

Im Gegensatz zu Umsatz und EBIT fiel der operative Cashflow sehr erfreulich aus. Er stieg in den ersten neun Monaten 2010 auf das Rekordhoch von 5,8 Mio. Euro. Damit konnten Kredite um Umfang von 3,3 Mio. Euro zurückgeführt werden. Des Weiteren eröffnet der Cashflow die Möglichkeit, auch für das laufende Geschäftsjahr wieder eine Dividende auszuschütten. Ebenfalls gesteigert werden konnten Auftragseingang (+15 Prozent auf 66,3 Mio. Euro) und Auftragsbestand (+8 Prozent auf 80,7 Mio. Euro).

Umsatz und EBIT nach 9M 2010 nach Segmenten



Quelle: Unternehmen

Almex

Mit 28,1 Mio. Euro Umsatz in den ersten neun Monaten liegt Almex hinter unseren Erwartungen zurück. Grund ist die oben beschriebene Verschiebung von Auslieferungen in das vierte Quartal wegen Lieferengpässen bei elektronischen Bauteilen. In Q4 wird daher mit einem deutlichen Anstieg beim Umsatz gerechnet. Nach neun Monaten liegt der Umsatz von Almex um -25 Prozent niedriger als vor Jahresfrist. Wegen des Umsatzrückgangs fiel das operative Ergebnis des Bereichs mit 2,5 Mio. Euro um -32 Prozent niedriger aus als im Vorjahr.

Durch das Segment Almex werden weiterhin namhafte Kunden (u.a. verschiedene staatliche Bahnkonzerne, Toll Collect) bedient. In den ersten neun Monaten konnten neue Aufträge mit einem Volumen deutlich über dem Umsatz in die Bücher genommen werden, so dass der Ausblick positiv bleibt.

Metric

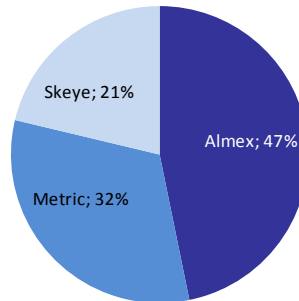
Der Bereich Metric steigerte den Umsatz in den ersten drei Quartalen um 8 Prozent auf 19,2 Mio. Euro. Damit konnte das Segment sein Wachstum fortsetzen. Auch das operative Ergebnis nahm zu, um 19 Prozent auf 1,3 Mio. Euro. Der Großauftrag in Philadelphia (Lieferung und Installation von 1.000 Parkautomaten) wurde abgeschlossen. Insbesondere in Großbritannien und den USA wurden neue Aufträge gewonnen. Dabei liegt der Fokus zunehmend auf innovativen Bezahlmethoden (kontaktloses Bezahlen mit Karte, Bezahlen per Handy).

Skeye

Obwohl Skeye mobile Terminals und PDA's an große Handelsketten wie Rewe, Edeka, Netto und Lekkerland lieferte, leidet das Segment weiterhin unter dem schwachen Marktumfeld und dem hohen Wettbewerb in der Branche. So ging der Umsatz der ersten neun Monate auf 12,8 Mio. Euro zurück. Dies entspricht einem Rückgang von -17 Prozent gegenüber 2009. Auch das Betriebsergebnis fiel mit -3,3 Mio. Euro deutlich schlechter aus als im Vorjahr, als das EBIT -1,3 Mio. Euro betrug. Hoffnung gibt, das durch einige der großen Handelsketten bereits Folgeaufträge an Skeye vergeben wurden. Auch aus dem ausgebauten Partnervertrieb kommen verstärkt Bestellungen und es werden neue Vertriebspartner gewonnen, die neue Regionen wie den Mittleren Osten abdecken.

Der Umsatzbeitrag der Segmente zum Konzernumsatz bleibt relativ stabil. Den größten Beitrag liefert weiterhin Almex mit knapp 50 Prozent, vor Metric mit ca. 30 Prozent. Skeye steuert etwa 20 Prozent zum Umsatz des Gesamtkonzerns bei.

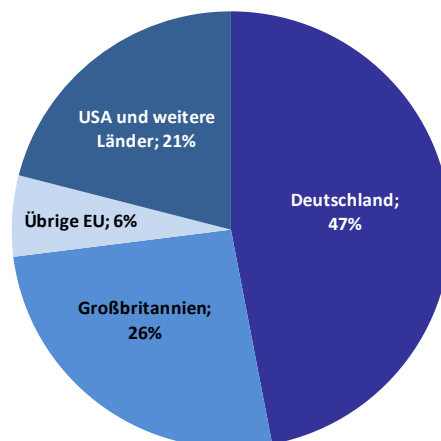
Umsatzverteilung nach Segmenten in den ersten 9 Monaten



Quelle: Unternehmen

Auch bei der regionalen Verteilung der Umsätze ändert sich wenig. Im Heimatmarkt erzielt Höft & Wessel ca. 50 Prozent des Umsatzes. Ein Viertel kommt aus Großbritannien und etwa ein Fünftel aus den USA und weiteren Ländern. In der übrigen EU werden lediglich 6% des Umsatzes erzielt.

Umsatzverteilung nach Regionen in den ersten 9 Monaten



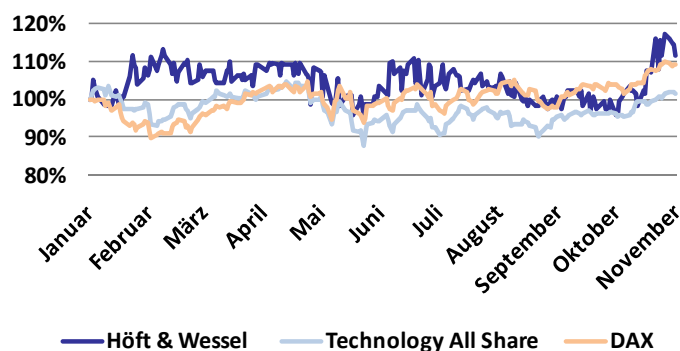
Quelle: Unternehmen

Die Zahlen im dritten Quartal lagen unter unseren Erwartungen. Es handelt sich jedoch größtenteils nur um Verschiebungen, die sich im vierten Quartal positiv bemerkbar machen werden. Die Ziele des Unternehmens für das Gesamtjahr bleiben bestehen. Wir gehen davon aus, dass Höft & Wessel die Zahlen erreichen wird. Positiv für Investoren ist das Vorhaben, sich nachhaltig als Dividententitel zu positionieren und die dieses Jahr erstmalig durchgeführte Ausschüttung einer Dividende beizubehalten. Wachstum soll insbesondere aus der zunehmenden Internationalisierung kommen. Höft & Wessel treibt, nicht nur durch den Partnervertrieb, die Expansion in neue Märkte wie Südamerika und die Intensivierung des Vertriebs in bereits erschlossenen Märkten wie Osteuropa voran.

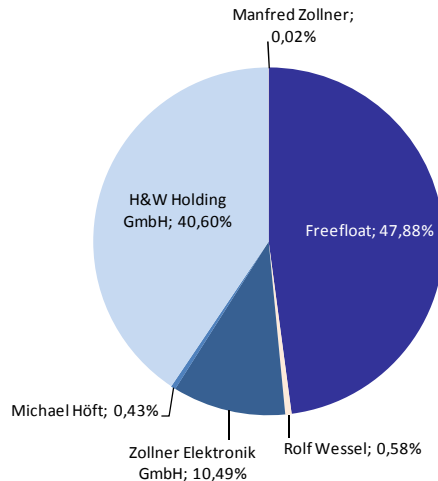
3 Aktie

Die Aktie der Höft & Wessel AG zeigte seit Jahresbeginn eine bessere Performance als DAX und Technology All Share. 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 notierte bis September konstant über dem Wert zu Jahresbeginn. Im September und Oktober sank der Kurs unter den Jahresanfangskurs und lief schlechter als der DAX. Ende Oktober machte der Kurs einen Sprung und stieg bis auf 4,30 Euro. Aktuell notiert die Aktie bei 4,17 Euro und damit 14 Prozent im Plus. Der Technology All Share Index liegt hingegen auf dem Niveau von Januar.

Aktienkursverlauf 2010



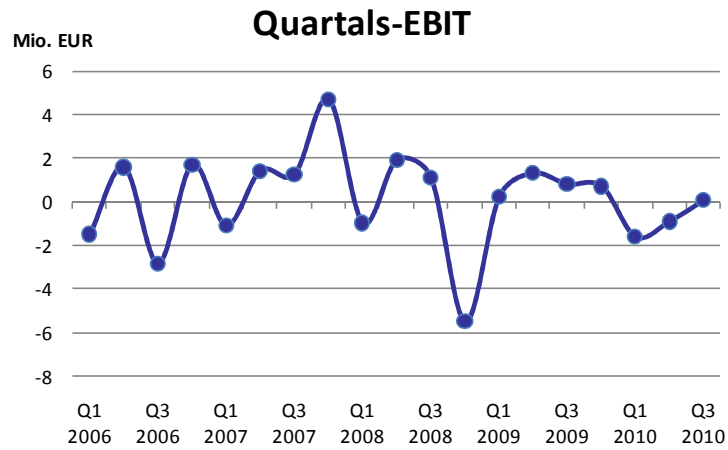
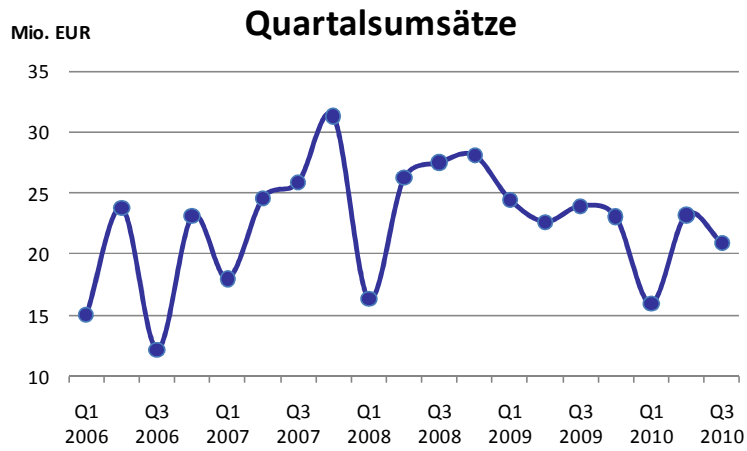
Aktionärsstruktur



Quelle: Unternehmen

Die Aktionärsstruktur bleibt weiter konstant. Der Freefloat liegt nach wie vor bei knapp 50 Prozent.

4 Quartalszahlen



Quelle: Unternehmen

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	-58,9	-61,2	-64,4	-69,9
Rohergebnis	50,5	47,7	44,7	46,3	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	2,9	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	1,8	3,7	4,6	4,4
Ertragsteuern	-0,3	-1,7	-0,2	-0,4	-0,7	-0,9	-0,9
Jahresüberschuss-/fehlbetrag	4,5	-6,7	1,9	1,5	3,0	3,7	3,5
Ergebnis je Aktie (unverwässert) reported	0,52	-0,79	0,22	0,17	0,35	0,44	0,41
Ergebnis je Aktie (verwässert) reported	0,51	-0,79	0,21	0,16	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%	13,0%	3,8%	5,4%	8,4%
Rohergebnis	18,3%	-5,5%	-6,5%	3,6%	6,7%	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%	-4,8%	61,3%	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%	-11,5%	102,9%	24,3%	-6,0%
Ertragsteuern	-46,4%	466,7%	-86,6%	62,2%	102,9%	24,3%	-6,0%
Jahresüberschuss-/fehlbetrag	-280,7%	-248,2%	-127,8%	-20,6%	102,9%	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%	-60,3%	-59,1%	-58,0%	-59,7%
Rohergebnis	50,7%	48,7%	47,5%	47,4%	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%	3,0%	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%	1,9%	3,6%	4,2%	3,7%
Ertragsteuern	-0,3%	-1,7%	-0,2%	-0,4%	-0,7%	-0,8%	-0,7%
Jahresüberschuss-/fehlbetrag	4,5%	-6,8%	2,0%	1,5%	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	3,5	4,6	3,7	1,7
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	51,8	54,0	55,0	54,8
<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	68,8	71,9	72,5	74,9
<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	4,2	7,2	10,9	14,4
Übriges Eigenkapital	-1,3	-6,6	-5,9	-5,2	-5,3	-4,8	-4,2
Summe Eigenkapital	34,7	22,8	25,5	27,6	30,5	34,8	38,8
<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	3,4	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	7,1	6,7	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	68,8	71,9	72,5	74,9

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	2,9	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	7,3	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	-0,5	-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	-1,2	-3,2	-3,5
Zahlungswirksame Veränderungen (Gesamt)	-0,9	-0,6	1,9	0,9	1,1	-0,8	-2,0
Zahlungsmittel zum 1.1.	2,3	1,4	0,7	2,7	3,5	4,6	3,7
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	3,5	4,6	3,7	1,7

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 01.11.2010 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 11/2010)

(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	2,9	4,7	5,5	5,2	5,3	5,4
Veränderungsrate	-	61%	17%	-7%	2%	2%
Marge	3,0%	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	1,8	3,7	4,6	4,4	4,3	5,2
operativer Steueraufwand	-0,4	-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%	-12%	-18%	-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	2,6	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%
Margenerweiterung (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 Betafaktor 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 14 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 4,17). 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	3,87	3,64
	2,5%	5,09	4,73	4,41	4,12	3,86
	3,0%	5,56	5,13	4,75	4,42	4,12
	3,5%	6,16	5,64	5,19	4,79	4,44
	4,0%	6,98	6,32	5,75	5,27	4,84

Sensitivitätsanalyse		Marktkapitalisierung				
(Mio. EUR)		Diskontierungszinssatz				
$\beta = 1,34$		6,82%	7,07%	7,32%	7,57%	7,82%
Wachstum	2,0%	40,12	37,48	35,09	32,92	30,94
	2,5%	43,25	40,20	37,47	35,00	32,77
	3,0%	47,21	43,59	40,39	37,54	34,98
	3,5%	52,35	47,92	44,07	40,70	37,71
	4,0%	59,32	53,67	48,87	44,74	41,15

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	5,6	4,0	7,0	4,1	0,1	0,1	8,6%	1,5
Cognex Corporation	11,5	10,8	14,0	12,7	20,5	19,4	25,1%	2,9
DATALOGIC SpA	7,7	7,0	10,5	9,3	15,7	14,1	9,7%	2,5
init innovation in traffic systems AG	7,7	7,0	9,0	8,0	12,8	12,0	19,8%	3,8
Intermec Inc.	21,7	9,1	577,8	13,7	622,5	28,3	0,1%	1,6
Metrologic Group SA	7,1	6,5	7,3	6,7	17,3	16,0	41,8%	2,2
Microvision, Inc.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	-640,5%	3,6
NCR Corporation	6,9	6,2	10,0	9,1	10,0	8,9	4,2%	4,2
Pision plc	8,3	5,9	13,1	8,9	0,2	0,2	4,0%	0,7
Zebra Technologies Corp.	11,6	10,5	14,5	12,8	22,7	20,2	14,6%	3,2
Median	7,7	7,0	10,5	9,1	15,7	14,1	9,1%	2,7
Höft & Wessel AG	5,0	4,6	13,1	9,8	18,1	11,9	3,6%	1,4
Discount (-)/Premium (+)	-35,2	-34,2	25,0	7,2	15,5	-15,6		-49,0
Bewertungsbandbreite:	3,13 EUR bis 6,21 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 Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows		Rüsterstraße 4a 60325 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 www.kalliwoda.com
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.