

**Empfehlung:** **Kaufen**

**Kursziel:** **37,50 Euro**

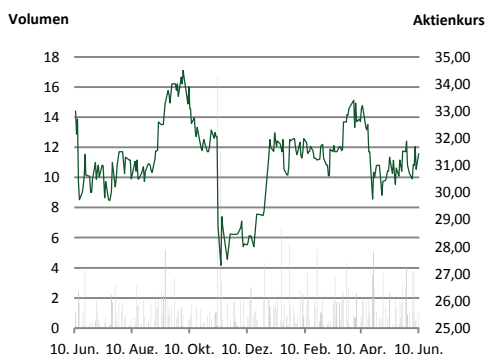
**Kurspotenzial:** **+19 Prozent**

**Aktiendaten**

Kurs (Schlusskurs Vortag)	31,43 Euro (XETRA)
Aktienanzahl* (in Mio.)	3,77
Marktkap.* (in Mio. Euro)	118,63
Enterprise Value* (in Mio. Euro)	155,14
Ticker	EIN3
ISIN	DE0005654933

**Kursperformance**

52 Wochen-Hoch (in Euro)	35,00
52 Wochen-Tief (in Euro)	26,01
3 M relativ zum CDAX	0,0%
6 M relativ zum CDAX	6,2%



Source: Capital IQ

**Aktionärsstruktur**

<b>Vorzugsaktien:</b>	
Streubesitz	100%
<b>Stammaktien (nicht notiert):</b>	
Thannhuber AG	91%
Streubesitz	9%

**Termine**

Hauptversammlung 21. Juni 2013

**Prognosen Anpassung**

	2013e	2014e	2015e
Umsatz (alt)	395,0	410,0	430,0
Δ in %	8,9%	17,1%	16,7%
EBIT (alt)	11,5	19,7	22,8
Δ in %	10,4%	16,8%	14,5%
EPS (alt)	1,52	3,19	3,97
Δ in %	10,5%	18,5%	15,9%

**Analyst**

Tim Kruse  
+49 40 41111 37 66  
t.kruse@montega.de

**Publikation**

Comment 11. Juni 2013

\*Pro Forma (Vorzüge+Stämme)

**Akquisition reduziert Abhängigkeit vom europäischen Markt**

Einhell hat kürzlich die Übernahme der Ozito Industries Pty Ltd bekannt gegeben. Das in Australien ansässige Unternehmen vertreibt Elektro- und Gartenwerkzeuge im Preiseinstiegssegment unter der Marke Ozito und erzielte im Geschäftsjahr 2011/2012 einen Umsatz von knapp 70 Mio. Euro. Sowohl das Produktspektrum als auch die Wertschöpfung der zu 100% übernommenen Firma ist mit Einhell sehr vergleichbar (externe Produktion in Asien, Vertrieb und Produktentwicklung intern). Hauptkunde von Ozito ist die expandierende Baumarktkette Bunnings, die mit mehr als 300 Stores in der Region Australien und Neuseeland zu den Marktführern im DIY-Segment zählt.

Der fixe Kaufpreis beträgt 13 Mio. Euro. Zudem wurde eine variable Komponente in Höhe von 20 Mio. Euro vereinbart, die an Ergebnismilestones innerhalb der nächsten 4 Jahre gekoppelt ist. Der Verkauf erfolgte aufgrund einer Nachfolgeregelung und wurde im Einvernehmen mit dem Großkunden durchgeführt.

**Akquisition aus mehrerlei Hinsicht positiv zu bewerten**

Obwohl keine genauen Angaben zur Profitabilität von Ozito gemacht wurden, hat das Management bestätigt, dass die Ertragskraft über der von Einhell liegt. Somit dürfte die Transaktion bereits auf Basis der aktuellen Umsatz- und Ergebnisgrößen von Ozito wertsteigernd sein. Aus strategischer Sicht bietet die Übernahme den Vorteil einer weiteren Reduzierung der Abhängigkeit vom derzeit schwachen europäischen Markt. Nach Deutschland wird Australien künftig der wichtigste Einzelmarkt für Einhell sein, der sich sehr solide entwickelt und außerdem den Vorteil einer umgekehrten Saisonalität aufweist. Die Ähnlichkeit der Geschäftsmodelle bietet zudem die Möglichkeit Synergien zu realisieren, indem künftig Teile der Wertschöpfungskette von Ozito auf die vorhandenen Strukturen von Einhell migriert werden. Darüber hinaus eröffnet die enge Bindung an Bunnings die Perspektive, die Lieferantenbeziehung auf Gartenwerkzeuge der Marke Einhell auszuweiten.

**Fazit**

Wir haben die Akquisition in unsere Prognosen eingearbeitet. Obwohl die Konsolidierung von Ozito ab Q3 einen spürbar positiven Einfluss haben dürfte, bleibt das Geschäftsjahr aufgrund des witterungsbedingt belasteten H1 eine Herausforderung. Mittelfristig sehen wir die Umsatz- und Ertragsperspektiven von Einhell durch die Übernahmen jedoch gestärkt und erhöhen daher unser Kursziel auf 37,50 Euro (alt: 36,00). Vor diesem Hintergrund bestätigen wir die Kaufempfehlung für die Einhell Aktie.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatz	365,3	379,9	430,0	480,0	502,0
Veränderung yoy	0,0%	4,0%	13,2%	11,6%	4,6%
EBITDA	25,2	14,8	16,8	28,3	32,1
EBIT	22,7	12,1	12,6	23,0	26,1
Jahresüberschuss	14,4	5,8	6,3	14,3	17,4
Rohermargine	30,6%	31,3%	30,4%	31,7%	31,8%
EBITDA-Marge	6,9%	3,9%	3,9%	5,9%	6,4%
EBIT-Marge	6,2%	3,2%	2,9%	4,8%	5,2%
Net Debt	11,3	33,5	35,3	33,1	31,0
Net Debt/EBITDA	0,4	2,3	2,1	1,2	1,0
ROCE	14,0%	6,6%	6,4%	11,2%	12,1%
EPS	3,82	1,53	1,68	3,78	4,60
FCF je Aktie	-2,00	-4,41	3,47	2,40	2,69
Dividende	0,80	0,50	0,50	0,80	0,90
Dividendenrendite	2,5%	1,6%	1,6%	2,5%	2,9%
EV/Umsatz	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA	6,2	10,5	9,3	5,5	4,8
EV/EBIT	6,8	12,8	12,3	6,7	5,9
KGV	8,2	20,5	18,7	8,3	6,8
P/B	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6

Quellen: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, Kurs: 31,43

### UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die Einhell Germany AG entwickelt und vertreibt motorgetriebene Werkzeuge und Gartengeräte für den privaten und semiprofessionellen Gebrauch. Das Unternehmen wurde 1964 als Entwickler von Elektrotechnik gegründet und vertreibt heute unter dem Leitsatz „Gut gemacht“ etwa 1.000 Produkte in ca. 30 Ländern. Obwohl der Absatzschwerpunkt mit knapp 60% nach wie vor in Deutschland liegt, ist das Unternehmen in den letzten Jahrzehnten vor allem im Ausland stark gewachsen. Die folgende Grafik gibt einen Überblick über die Einhell Germany AG.

#### Einhell im Überblick

<b>Geschäftsmodell</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Produkte: Motorgetriebene Werkzeuge und Gartengeräten</li> <li>Wertschöpfung: F&amp;E, Vertrieb und Service intern, Produktion extern</li> <li>Absatz: Baumärkte (60%), Fachhandel (25%), Einzelhandel (15%)</li> </ul>
<b>Geografischer Fokus</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Standorte: Tochter- und Vertriebsgesellschaften in rund 30 Ländern</li> <li>Regionaler Umsatz: ca. 40% Deutschland / 40% restliche EU / 20% ROW</li> </ul>
<b>Key Facts</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Produkte: ca. 1.000</li> <li>Anzahl Kunden: &gt; 500</li> <li>Anzahl Lieferanten/Fabriken: ca. 150</li> <li>Mitarbeiteranzahl: ca. 1.400</li> </ul>
<b>Finanzen</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Umsatz 2011: 365 Mio. Euro</li> <li>Umsatzwachstum (CAGR 2001-2011): 5%</li> <li>EBIT-Marge (2001-2011): 06%</li> </ul>

Quellen: Unternehmen, Montega

#### Wertschöpfung von Einhell

Einhell hat bereits in den 70er Jahren begonnen, den kapitalintensiven Produktionsprozess nach China auszulagern, sodass heute über 95% der Fertigung durch externe Produzenten in Asien erfolgt. In der Auswahl der Zulieferer sehen wir einen entscheidenden Wettbewerbsvorteil des Unternehmens. So sucht sich Einhell vergleichsweise weniger entwickelte Betriebe in China aus und führt diese durch das eigene Produktions-Know-how sowie dem vereinzelt Einsatz eigener Betriebsmittel an die hohen internen Qualitätsstandards heran. Obwohl dieser Prozess zeitaufwendig ist, sichert sich Einhell hierdurch nachhaltige Kostenvorteile, da das Unternehmen hierdurch sicherstellt, Haupt- bzw. Exklusivabnehmer der Fabriken zu sein.

#### Wertschöpfungskette



Quelle: Unternehmen

■ Einhell ■ Extern (China) ■ Kunden

Die für den Vertriebs Erfolg entscheidenden Wertschöpfungsprozesse (Entwicklung, Qualitätssicherung und Service) sind komplett im Unternehmen verblieben und über ein integriertes ERP-System miteinander vernetzt.

Die Qualitätssicherung erfolgt zum überwiegenden Teil durch die mehr als 200 Mitarbeiter in China. Sie geschieht zum Einen direkt in den Zulieferbetrieben und zum Anderen in den eigenen Prüflabors in Shanghai. So kann bereits in China fehlerhafte Ware identifiziert und retourniert werden, was neben Kosten vor allem Zeit spart.

Der After-Sales Service bildet sowohl den Abschluss als auch den Beginn der Wertschöpfungskette des Unternehmens. Die von einer eigenen Tochtergesellschaft mit mehr als 100 Mitarbeitern bereitgestellten Service- und Reparaturleistungen sind vor allem für den Fach- und Einzelhandel ein entscheidendes Auswahlkriterium für die Marke

Einhell. Darüber hinaus bilden die Retouren aufgrund einer systematischen Fehleranalyse einen wichtigen Bestandteil in der kontinuierlichen Produktverbesserung.

Insgesamt bietet das Geschäftsmodell von Eihell eine schlanke Kostenstruktur und eine hohe Flexibilität in Bezug auf das Produktportfolio. Gleichzeitig können die hohen internen und externen Ansprüche an die Produktqualität erfüllt werden, die neben dem Preis den bedeutendste Bestandteil der Differenzierungsstrategie von Eihell darstellen.

**Segmente und Produkte**

Die Berichterstattung von Eihell erfolgt nach den Segmenten „Werkzeuge“ sowie „Garten und Freizeit“.

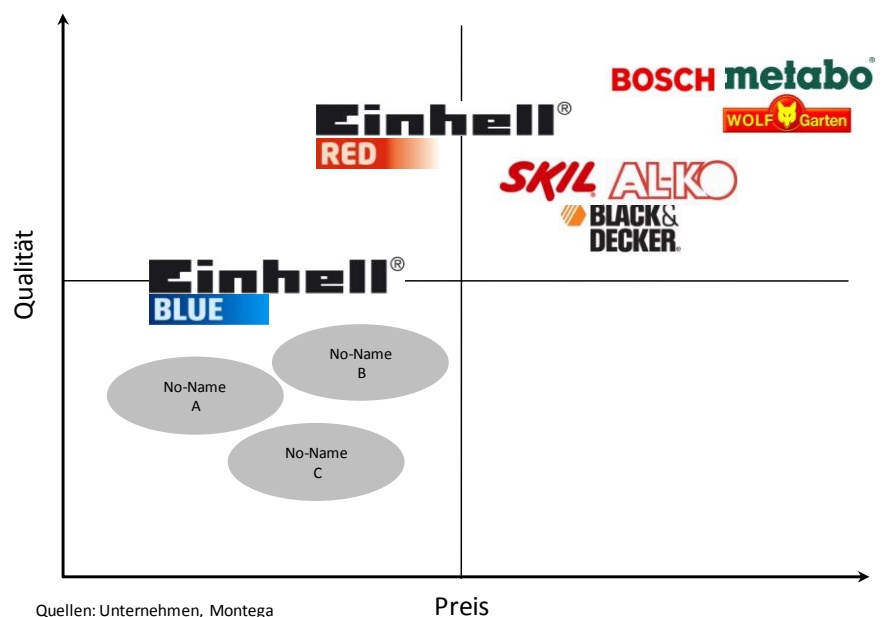
**Werkzeuge** sind mit einem Umsatzanteil von derzeit über 60% die wichtigste Produktkategorie. Dabei sind Akkuschauber und Bohrer sowie stationäre Werkzeuge wie Bandsägen, Schweißgeräte oder Stromgeneratoren die umsatzstärksten Produktbereiche.

**Garten & Freizeit** umfasst Produkte wie Rasenmäher, Schneidmesser oder Wasserpumpen. Traditionell ist das erste Halbjahr für die Garten & Freizeit-Produkte die umsatzstärkste Zeit, da diese vorwiegend in den Frühlings- und Sommermonaten zum Einsatz kommen. Ihr Umsatzanteil liegt derzeit bei etwa 40%.

Durch die in 2012 übernommene kwb tools GmbH aus Bremen konnte das Sortiment von Eihell um ein international bekanntes Zubehörsortiment erweitert werden. kwb blickt auf eine über 80-jährige Firmengeschichte im Markt für Werkzeugzubehör zurück und dürfte in 2012 einen Jahresumsatz von ca. 27 Mio. Euro erwirtschaftet haben. Eihell beabsichtigt, das Unternehmen eigenständig weiterzuführen, wird jedoch vor allem im Vertrieb und in der Finanzierung Synergien heben.

Operativ bedeutender als die Unterteilung der Produkte nach Anwendungsbereichen, ist die Unterscheidung nach den zwei Produktlinien „Eihell Red“ und „Eihell Blue“, die Eihell vor ca. 3 Jahren eingeführt hat. Wie der nachfolgenden Grafik zu entnehmen ist, positioniert sich die „Red Line“ auf dem Qualitätsniveau der Markenprodukte, jedoch zu einem deutlich geringeren Preis (ca. 20-30%). Demgegenüber adressiert die „Blue Line“ preissensitive Konsumenten, überzeugt jedoch durch eine bessere Qualität und einen After-Sales Service.

**Vertikale Preisdiskriminierung durch zwei Produktlinien**



Quellen: Unternehmen, Montega

Die klare Positionierung und die konsequente Straffung des Sortimentes wird nicht nur vom Einzelhandel und den Endkunden geschätzt, sondern hat zudem zu einer deutlich gesteigerten Effizienz in der Produktentwicklung geführt (in etwa um den Faktor vier).

Ergänzend zu den eigenen Produktlinien dürfte Einhell einer der bedeutendsten Produzenten von Handelsmarken im Bereich Motorwerkzeugen und Gartengeräten in Europa sein. Hier entwickelt und fertigt Einhell beispielsweise Produkte unter der Marke „Herkules“ für Bauhaus, „TOP CRAFT“ für Aldi oder „Bahr“ für Max Bahr.

Wir gehen davon aus, dass Einhell derzeit etwa 20% der Umsätze mit „Einhell Red“ Produkten, 40% mit „Einhell Blue“ Produkten sowie 40% mit Handelsmarken erzielt. Nicht zuletzt durch die derzeit laufenden Imagekampagnen für „Einhell Red“ im TV dürfte sich der Umsatzanteil dieser Produktlinie in den kommenden Jahren ausweiten.

**Vertrieb**

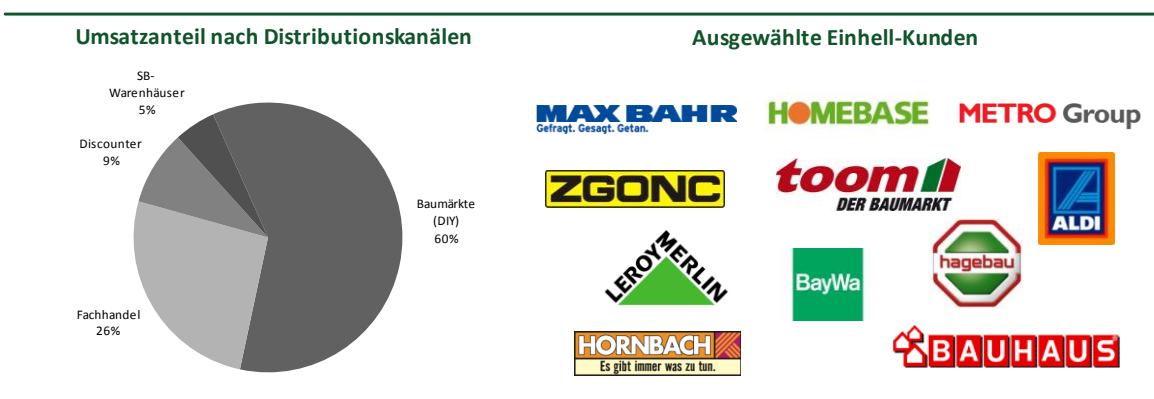
Einhell vertreibt seine Produkte über verschiedene Distributionskanäle und verfügt über eine weltweite Kundenstruktur. Die größten 10 Kunden haben einen Umsatzanteil von rund 40%, wobei kein Kunde mehr als 10% für sich vereinnahmt. Der Absatz erfolgt ausschließlich über den Einzelhandel, der sich in vier Segmente unterteilen lässt.

Die mit Abstand wichtigste Kundengruppe sind **Baumärkte** wie Bauhaus, Hagebau oder Leroy Merlin. Über diesen Vertriebskanal erzielt Einhell knapp 60% der Umsätze.

Etwa ein Viertel der Umsatzerlöse werden nach wie vor über den **Fachhandel** generiert, der vor allem in einigen Auslandsmärkten den Absatz in diesem Bereich noch dominiert. Insgesamt ist der Fachhandel jedoch einem starken Verdrängungswettbewerb durch die Baumärkte ausgesetzt und wird u.E. auch künftig weiter an Bedeutung verlieren.

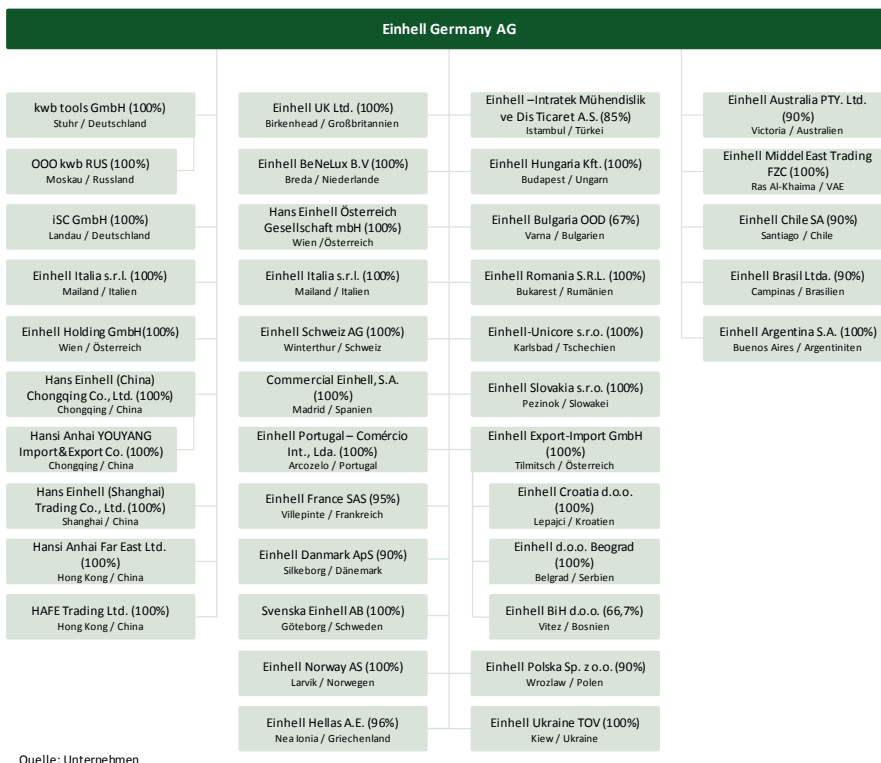
Das drittgrößte Kundensegment bilden **Discounter** wie Aldi oder Lidl, die einen Umsatzanteil von etwa 10% ausmachen. Bei den Produkten handelt es sich fast ausschließlich um Handelsmarken, die üblicherweise in speziellen Verkaufsaktionen angeboten werden.

Das letzte Kundensegment bilden mit einem Umsatzanteil von ebenfalls rund 10% die sogenannten **SB-Warenhäuser**, wie z.B. Metro oder real, für die Einhell sowohl Aktions- als auch Sortimentsware liefert. Eine Auswahl an Großkunden sowie die Umsatzverteilung nach Kundensegmenten ist der folgenden Grafik zu entnehmen.



### Unternehmensstruktur

Einhell verfügt in den wichtigsten Auslandsmärkten über eigene Vertriebsgesellschaften, die in der Regel mit einem regionalen Partner gegründet und mit einer Call-Option versehen werden. Die detaillierte Unternehmens- und Beteiligungsstruktur ist der folgenden Grafik zu entnehmen.



### Erfahrenes Management

Der Vorstand der Eihell Germany AG besteht aus drei Mitgliedern, die im Folgenden kurz vorgestellt werden.

#### Andreas Kroiss (Vorstandsvorsitzender)

Andreas Kroiss wurde am 1. Januar 2003 zum Vorstandsvorsitzenden ernannt, nachdem er bereits zwei Jahre als Leiter des Geschäftsbereichs Werkzeuge Vorstandsmittglied war. Zuvor hatte Herr Kroiss Einhells österreichische Tochtergesellschaft durch seine innovativen Ideen und ein hohes Engagement zum Erfolg geführt.

#### Jan Teichert (Vorstand Finanzen)

Jan Teichert kam am 1. Januar 2003 zu Eihell und hat seither die Position als Finanzvorstand inne. Zuvor war er drei Jahre bei der Lindner Gruppe in verantwortlicher Position im Finanzbereich tätig. Vor dieser Zeit war er bei einer renommierten Münchener Wirtschaftsprüfungsgesellschaft tätig, bei der Eihell Mitte der 90er Jahre Mandant war.

#### Dr. Markus Thannhuber (Vorstand Technik)

Dr. Thannhuber ist seit 1. Januar 2007 Vorstand Technik. Zuvor war er Geschäftsführer bei Einhells Tochtergesellschaft iSC GmbH, welche die Serviceaktivitäten von Eihell verantwortet. Nach seinem Studium der Physik in München arbeitete Dr. Thannhuber als Forscher in Hongkong und am Fraunhofer Institut IAO in Stuttgart. Dr. Thannhuber ist der Sohn von Joseph Thannhuber, dem Gründer und Vorsitzendem des Aufsichtsrates von Eihell.

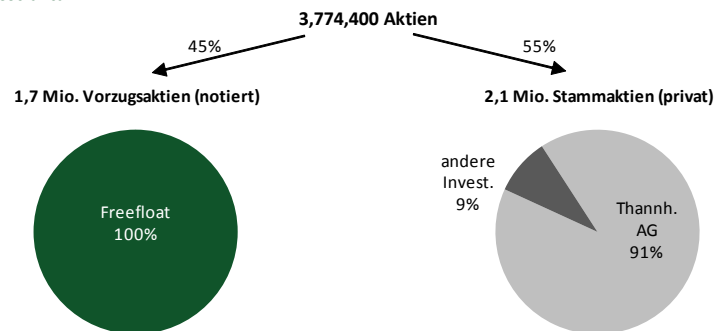
### Aktionärsstruktur

Das Grundkapital der Einhell Germany AG in Höhe von ca. 9,7 Mio. Euro ist in 3.774.400 nennwertlose Stückaktien unterteilt.

2.094.400 Anteilsscheine (ca. 55%) sind nicht börsennotierte Stammaktien, die zu 91% der Thannhuber AG, einer Holding des Gründers Joseph Thannhuber und seiner Familie, zuzurechnen sind. Die restlichen 9% der Stammaktien befinden sich im Besitz anderer Privatinvestoren.

Bei den übrigen 1.680.000 Aktien handelt es sich um Vorzugsaktien, die im Prime Standard der Frankfurter Börse notiert sind. Diese befinden sich zu 100% im Streubesitz.

#### Aktionärsstruktur



Quelle: Unternehmen

**ANHANG**

**DCF Modell**

Angaben in Mio. EUR	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	Terminal Value
<b>Umsatz</b>	<b>430,0</b>	<b>480,0</b>	<b>502,0</b>	<b>520,0</b>	<b>536,8</b>	<b>552,4</b>	<b>566,8</b>	<b>581,0</b>
Veränderung	13,2%	11,6%	4,6%	3,6%	3,2%	2,9%	2,6%	2,5%
<b>EBIT</b>	<b>12,6</b>	<b>23,0</b>	<b>26,1</b>	<b>30,3</b>	<b>31,2</b>	<b>30,9</b>	<b>31,7</b>	<b>32,0</b>
EBIT-Marge	2,9%	4,8%	5,2%	5,8%	5,8%	5,6%	5,6%	5,5%
<b>NOPAT</b>	<b>7,8</b>	<b>15,6</b>	<b>18,8</b>	<b>22,1</b>	<b>22,8</b>	<b>22,6</b>	<b>23,2</b>	<b>23,3</b>
<b>Abschreibungen</b>	<b>4,1</b>	<b>5,3</b>	<b>6,0</b>	<b>6,1</b>	<b>5,7</b>	<b>5,3</b>	<b>5,4</b>	<b>5,6</b>
in % vom Umsatz	1,0%	1,1%	1,2%	1,2%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%
<b>Liquiditätsveränderung</b>								
- Working Capital	-20,2	-4,8	-7,2	-2,6	-6,3	-5,8	-5,4	-5,3
- Investitionen	-5,2	-5,8	-6,0	-6,2	-5,8	-5,7	-5,8	-6,0
Investitionsquote	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%
Übriges	0,0	-5,0	-5,0	-5,0	-5,0	0,0	0,0	0,0
<b>Free Cash Flow (WACC-Modell)</b>	<b>-13,4</b>	<b>5,4</b>	<b>6,6</b>	<b>14,4</b>	<b>11,4</b>	<b>16,4</b>	<b>17,4</b>	<b>17,7</b>
<b>WACC</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,7%</b>
Present Value	-12,8	4,8	5,4	10,8	7,8	10,4	10,2	142,1
<b>Kumuliert</b>	<b>-12,8</b>	<b>-8,1</b>	<b>-2,7</b>	<b>8,0</b>	<b>15,9</b>	<b>26,3</b>	<b>36,4</b>	<b>178,5</b>

**Wertermittlung (Mio. EUR)**

Total present value (Tpv)	178,5
Terminal Value	142,1
Anteil vom Tpv-Wert	80%
Verbindlichkeiten	42,1
Liquide Mittel	5,6
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>142,0</b>

Aktienzahl (Mio.)	3,77
<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>37,62</b>

<b>+Upside / -Downside</b>	<b>20%</b>
<b>Aktienkurs (EUR)</b>	<b>31,43</b>

**Modellparameter**

Fremdkapitalquote	20,0%
Fremdkapitalzins	6,5%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%
Beta	1,10
WACC	8,7%
ewiges Wachstum	2,0%

Quelle: Montega

**Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen**

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2013-2016	6,5%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2013-2018	5,1%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2020	2,5%
EBIT-Marge	2013-2016	4,7%
EBIT-Marge	2013-2018	5,0%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2020	5,5%

**Sensitivität Wert je Aktie (EUR) ewiges Wachstum**

WACC	1,25%	1,75%	<b>2,00%</b>	2,25%	2,75%
9,17%	27,32	29,08	30,04	31,07	33,36
8,92%	30,36	32,42	33,56	34,78	37,51
<b>8,67%</b>	33,82	36,26	<b>37,62</b>	39,09	42,39
8,42%	37,80	40,73	42,37	44,15	48,20
8,17%	42,43	45,97	47,97	50,16	55,21

**Sensitivität Wert je Aktie (EUR) EBIT-Marge ab 2020e**

WACC	5,00%	5,25%	<b>5,50%</b>	5,75%	6,00%
9,17%	26,38	28,21	30,04	31,88	33,71
8,92%	29,50	31,53	33,56	35,59	37,62
<b>8,67%</b>	33,11	35,37	<b>37,62</b>	39,88	42,14
8,42%	35,13	37,51	39,90	42,29	44,67
8,17%	37,31	39,84	42,37	44,89	47,42

G&V (in Mio. EUR) Einhell Germany AG	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Umsatz</b>	<b>365,3</b>	<b>379,9</b>	<b>430,0</b>	<b>480,0</b>	<b>502,0</b>
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiviert Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>365,3</b>	<b>379,9</b>	<b>430,0</b>	<b>480,0</b>	<b>502,0</b>
Materialaufwand	253,6	261,0	299,3	327,8	342,4
<b>Rohertrag</b>	<b>111,7</b>	<b>118,8</b>	<b>130,7</b>	<b>152,2</b>	<b>159,6</b>
Personalaufwendungen	43,1	51,7	55,9	61,4	63,3
Sonstige betriebliche Aufwendungen	53,0	60,5	68,8	74,4	76,8
Sonstige betriebliche Erträge	9,6	8,2	10,8	12,0	12,6
<b>EBITDA</b>	<b>25,2</b>	<b>14,8</b>	<b>16,8</b>	<b>28,3</b>	<b>32,1</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	2,1	2,3	3,0	3,4	4,0
<b>EBITA</b>	<b>23,1</b>	<b>12,5</b>	<b>13,8</b>	<b>25,0</b>	<b>28,1</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,5	0,4	1,1	2,0	2,0
<b>EBIT</b>	<b>22,7</b>	<b>12,1</b>	<b>12,6</b>	<b>23,0</b>	<b>26,1</b>
Finanzergebnis	-3,6	-2,0	-2,4	-2,0	-2,0
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>19,1</b>	<b>10,2</b>	<b>10,2</b>	<b>21,0</b>	<b>24,1</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>19,1</b>	<b>10,2</b>	<b>10,2</b>	<b>21,0</b>	<b>24,1</b>
EE-Steuern	4,7	4,6	3,9	6,7	6,7
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	14,4	5,6	6,3	14,3	17,4
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>14,4</b>	<b>5,6</b>	<b>6,3</b>	<b>14,3</b>	<b>17,4</b>
Anteile Dritter	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>14,4</b>	<b>5,8</b>	<b>6,3</b>	<b>14,3</b>	<b>17,4</b>

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

G&V (in % vom Umsatz) Einhell Germany AG	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Umsatz</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Bestandsveränderungen	0%	0%	0%	0%	0%
Aktiviert Eigenleistungen	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Materialaufwand	69%	69%	70%	68%	68%
<b>Rohertrag</b>	<b>31%</b>	<b>31%</b>	<b>30%</b>	<b>32%</b>	<b>32%</b>
Personalaufwendungen	12%	14%	13%	13%	13%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	15%	16%	16%	16%	15%
Sonstige betriebliche Erträge	3%	2%	3%	3%	3%
<b>EBITDA</b>	<b>7%</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1%	1%	1%	1%	1%
<b>EBITA</b>	<b>6%</b>	<b>3%</b>	<b>3%</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0%	0%	0%	0%	0%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0%	0%	0%	0%	0%
<b>EBIT</b>	<b>6%</b>	<b>3%</b>	<b>3%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>
Finanzergebnis	-1%	-1%	-1%	0%	0%
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>5%</b>	<b>3%</b>	<b>2%</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>
Außerordentliches Ergebnis	0%	0%	0%	0%	0%
<b>EBT</b>	<b>5%</b>	<b>3%</b>	<b>2%</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>
EE-Steuern	1%	1%	1%	1%	1%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	4%	1%	1%	3%	3%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>4%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>	<b>3%</b>	<b>3%</b>
Anteile Dritter	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>4%</b>	<b>2%</b>	<b>1%</b>	<b>3%</b>	<b>3%</b>

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)



Bilanz (in Mio. EUR) Einhell Germany AG	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>AKTIVA</b>					
Immaterielle Vermögensgegenstände	9,0	10,5	13,2	12,2	11,2
Sachanlagen	17,9	18,0	21,3	22,7	23,7
Finanzanlagen	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
<b>Anlagevermögen</b>	<b>27,3</b>	<b>28,8</b>	<b>34,8</b>	<b>35,2</b>	<b>35,2</b>
Vorräte	110,4	125,8	130,3	137,1	143,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	62,2	66,3	84,6	86,8	90,8
Liquide Mittel	13,7	5,6	8,2	9,8	11,9
Sonstige Vermögensgegenstände	31,5	33,0	33,0	33,0	33,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>217,9</b>	<b>230,6</b>	<b>256,1</b>	<b>266,7</b>	<b>279,1</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>245,2</b>	<b>259,4</b>	<b>290,9</b>	<b>301,9</b>	<b>314,3</b>
<b>PASSIVA</b>					
<b>Eigenkapital</b>	<b>160,8</b>	<b>157,3</b>	<b>161,7</b>	<b>174,1</b>	<b>188,4</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>2,4</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>
Rückstellungen	11,5	11,3	11,3	11,3	11,3
Zinstragende Verbindlichkeiten	23,6	37,2	41,5	40,9	40,9
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	27,7	32,6	35,3	39,5	42,6
Sonstige Verbindlichkeiten	19,2	18,1	38,1	33,1	28,1
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>82,0</b>	<b>99,1</b>	<b>126,1</b>	<b>124,8</b>	<b>122,9</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>245,2</b>	<b>259,4</b>	<b>290,9</b>	<b>301,9</b>	<b>314,3</b>

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in % der Bilanzsumme) Einhell Germany AG	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>AKTIVA</b>					
<b>Immaterielle Vermögensgegenstände</b>	<b>3,7%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,0%</b>	<b>3,6%</b>
Sachanlagen	7,3%	6,9%	7,3%	7,5%	7,5%
Finanzanlagen	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
<b>Anlagevermögen</b>	<b>11,1%</b>	<b>11,1%</b>	<b>12,0%</b>	<b>11,7%</b>	<b>11,2%</b>
Vorräte	45,0%	48,5%	44,8%	45,4%	45,6%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	25,4%	25,5%	29,1%	28,8%	28,9%
Liquide Mittel	5,6%	2,2%	2,8%	3,2%	3,8%
Sonstige Vermögensgegenstände	12,9%	12,7%	11,3%	10,9%	10,5%
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>88,8%</b>	<b>88,9%</b>	<b>88,0%</b>	<b>88,3%</b>	<b>88,8%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>PASSIVA</b>					
<b>Eigenkapital</b>	<b>65,6%</b>	<b>60,6%</b>	<b>55,6%</b>	<b>57,7%</b>	<b>60,0%</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,0%</b>
Rückstellungen	4,7%	4,3%	3,9%	3,7%	3,6%
Zinstragende Verbindlichkeiten	9,6%	14,3%	14,3%	13,6%	13,0%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	7,8%	7,0%	13,1%	10,9%	8,9%
Sonstige Verbindlichkeiten	33,4%	38,2%	43,4%	41,3%	39,1%
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>33,4%</b>	<b>38,2%</b>	<b>43,4%</b>	<b>41,3%</b>	<b>39,1%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

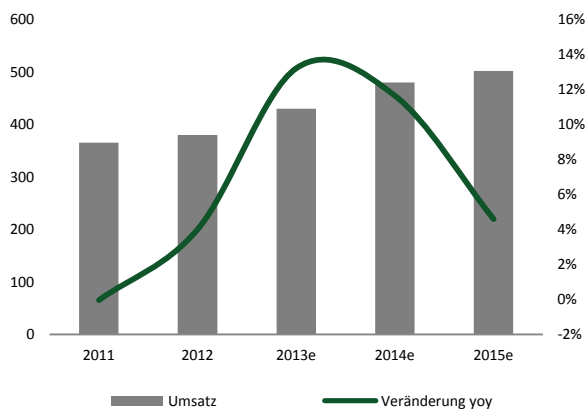
Kapitalflussrechnung (in Mio. EUR) Einhell Germany AG	2011	2012	2013e	2014e	2015e
EBT	19,1	10,2	10,2	21,0	24,1
Abschreibung Anlagevermögen	2,1	2,3	3,0	3,4	4,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,5	0,4	1,1	2,0	2,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-2,1	-12,2	-3,9	-6,7	-6,7
<b>Cash Flow</b>	<b>19,5</b>	<b>0,7</b>	<b>10,5</b>	<b>19,6</b>	<b>23,4</b>
Veränderung Working Capital	-23,5	-12,5	7,8	-4,8	-7,2
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>-4,0</b>	<b>-11,9</b>	<b>18,3</b>	<b>14,8</b>	<b>16,2</b>
CAPEX	-3,7	-4,8	-5,2	-5,8	-6,0
Sonstiges	-0,4	0,7	-13,0	-5,0	-5,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,1</b>	<b>-18,2</b>	<b>-10,8</b>	<b>-11,0</b>
Dividendenzahlung	-2,9	-3,0	-1,9	-1,9	-3,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-20,4	10,2	4,4	-0,6	0,0
Sonstiges	0,5	0,4	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-22,8</b>	<b>7,6</b>	<b>2,5</b>	<b>-2,5</b>	<b>-3,0</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Veränderung liquide Mittel</b>	<b>-30,9</b>	<b>-8,3</b>	<b>2,6</b>	<b>1,6</b>	<b>2,1</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>13,7</b>	<b>5,6</b>	<b>8,2</b>	<b>9,8</b>	<b>11,9</b>

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

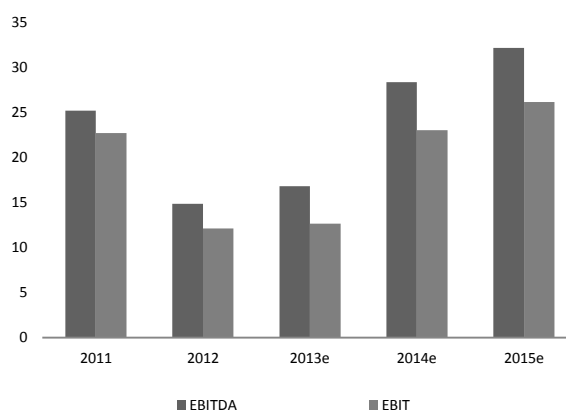
Kennzahlen Einhell Germany AG	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Ertragsmargen</b>					
Bruttomarge (%)	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertragsmarge (%)	30,6%	31,3%	30,4%	31,7%	31,8%
EBITDA-Marge (%)	6,9%	3,9%	3,9%	5,9%	6,4%
EBIT-Marge (%)	6,2%	3,2%	2,9%	4,8%	5,2%
EBT-Marge (%)	5,2%	2,7%	2,4%	4,4%	4,8%
Netto-Umsatzrendite (%)	3,9%	1,5%	1,5%	3,0%	3,5%
<b>Kapitalverzinsung</b>					
ROCE (%)	14%	7%	6%	11%	12%
ROE (%)	10%	4%	4%	9%	10%
ROA (%)	6%	2%	2%	5%	6%
<b>Solvenz</b>					
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	11,3	33,5	35,3	33,1	31,0
Net Debt / EBITDA	0,4	2,3	2,1	1,2	1,0
Net Gearing (Net Debt/EK)	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Kapitalfluss</b>					
Free Cash Flow (Mio. EUR)	-7,6	-16,6	13,1	9,0	10,2
Capex / Umsatz (%)	1%	1%	1%	1%	1%
Working Capital / Umsatz (%)	38%	40%	39%	38%	37%
<b>Bewertung</b>					
EV/Umsatz	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA	6,2	10,5	9,3	5,5	4,8
EV/EBIT	6,8	12,8	12,3	6,7	5,9
EV/FCF	-	-	11,8	17,2	15,3
KGV	8,2	20,5	18,7	8,3	6,8
P/B	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
Dividendenrendite	2,5%	1,6%	1,6%	2,5%	2,9%

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

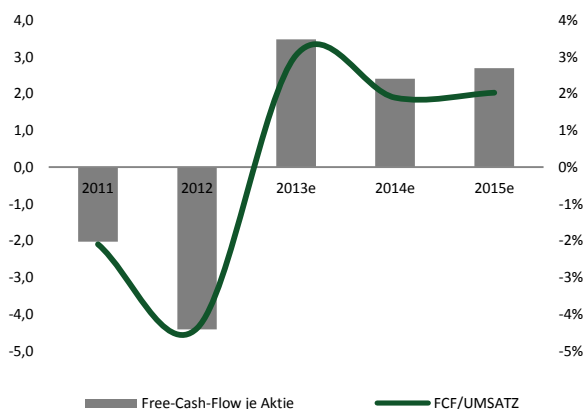
Umsatzentwicklung



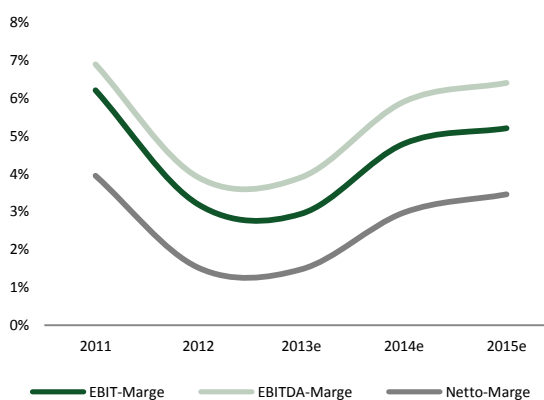
Ergebnisentwicklung



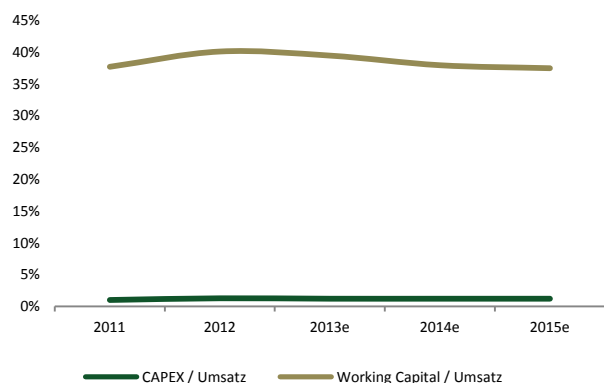
Free-Cash-Flow Entwicklung



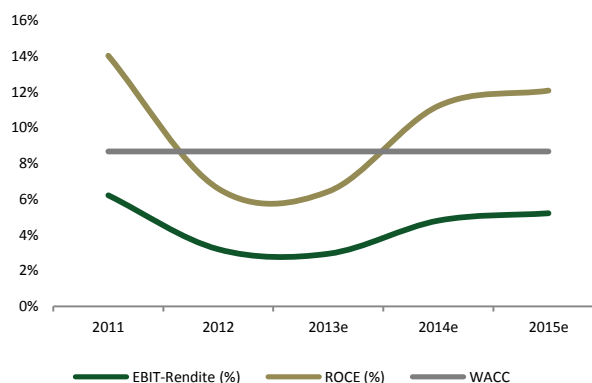
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



Ebit-Rendite / ROCE



## DISCLAIMER

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind.

Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten.

Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechtigte Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weiter-geleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

### **Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über mögliche Interessenkonflikte (Stand: 11.06.2013):**

Montega AG hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

### **Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über zusätzliche Angaben (Stand: 11.06.2013):**

Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

### **Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile:**

Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der Montega AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Group-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

### **Bedeutung des Anlageurteils:**

**Kaufen:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG steigt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

**Halten:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG bleibt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate stabil, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

**Verkaufen:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG fällt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

### **Zuständige Aufsichtsbehörde:**

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Lurgiallee 12

60439 Frankfurt

## Kurs- und Empfehlungs- Historie

---

<b>Empfehlung</b>	<b>Datum</b>	<b>Kurs</b>	<b>Kursziel</b>	<b>Potenzial</b>
Kaufen (Ersteinschätzung)	15.01.2013	31,80	43,50	+37%
Kaufen	15.03.2013	31,50	43,50	+38%
Kaufen	03.05.2013	29,90	36,00	+20%
Kaufen	11.06.2013	31,43	37,50	+19%

---