

Basisstudien-Update

Analyst

Dr. Roger Becker, CEFA
 +49 69 71 91 838-46
 roger.becker@bankm.de

Bewertungsergebnis

NEUTRAL

(vormals KAUFEN)

Fairer Wert

€ 4,31

(vormals € 3,75)

H1/11 - Vertiefung der Wertschöpfungskette weiterhin im strategischen Fokus

- Umsatzerlöse im ersten Halbjahr bei €223 Mio. (+31%, YoY)
- Operatives Ergebnis verbesserte sich im Periodenvergleich um 88% auf €6 Mio.
- Nettoergebnis beträgt €2,9 Mio. (+126%); Ergebnis pro Aktie: €0,06 (Vorjahr: €0,03); bereinigtes Ergebnis: €5,4 Mio., d.h. €0,11/Aktie
- Liquide Mittel zum Ende der Periode: €28 Mio.
- Wir haben unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen sowie unsere Margenschätzungen angepasst

Die HANSA GROUP AG hat im ersten Halbjahr 2011 einen Umsatz i.H.v. €223 Mio. erzielt und dabei einen Jahresüberschuss von €2,9 Mio. erwirtschaftet. Die Umsatzsteigerung von 31% gegenüber der Vergleichsperiode liegt insbesondere an der Konsolidierung der Luhns GmbH über den gesamten Berichtszeitraum von sechs Monaten.

Während im Vorjahr der jeweilige Umsatzanteil der beiden Segmente Produktion/Dienstleistung (P/D) und Handel 52,5% bzw. 47,5% betrug, verschob er sich im Berichtszeitraum mit 71,8% stark zugunsten des Segments P/D; dies reflektiert die zunehmende Konzentration auf das margenstärkere Produktions- und Dienstleistungssegment. Diese Entwicklung dokumentiert die vom Unternehmen verfolgte mittel- und langfristige Strategie, die Profitabilität durch die Erweiterung der Wertschöpfungskette und durch Vertiefung der vertikalen Integration zu erhöhen. So konnte die operative Profitabilität trotz Integrations- und Restrukturierungskosten im Zusammenhang mit dem Erwerb der Luhns GmbH dennoch leicht gesteigert werden:

- EBIT-Marge: +0,81%-Punkte
- Netto-Marge: +0,55%-Punkte

Nach Einschätzung des Vorstands, wird der Konzern in naher Zukunft im Wesentlichen organisch und nicht durch weitere Unternehmenszukaufe wachsen.

Auf Basis der zukünftigen Zahlungsüberschüsse (DCF-Analyse) ermitteln wir einen fairen Wert pro Aktie von €4,31. Wir bewerten die Aktie mit „Neutral“; dies vor dem Hintergrund, dass der Wert in den letzten fünf Monaten eine gute Performance gezeigt hat und unser fairer Wert lediglich 2% unter dem Schlusskurs vom 22.9.2011 liegt.

Ergebniskennzahlen

Jahr	Umsatz (Mio. €)	EBITDA (Mio. €)	EBIT (Mio. €)	EBT (Mio. €)	ber. JÜ (Mio. €)	ber. EPS (€)	DPS (€)	EBIT- Marge	ber. Netto- Marge
2010a	356,1	21,6	10,2	5,8	3,3	0,07	0,00	2,9%	0,9%
2011e	434,5	22,6	8,3	2,8	7,5	0,16	0,00	1,9%	1,7%
2012e	486,6	32,3	16,2	9,0	12,0	0,25	0,00	3,3%	2,5%
2013e	520,0	37,6	21,5	15,0	16,4	0,34	0,00	4,1%	3,2%
2014e	546,0	39,5	23,4	16,9	17,7	0,37	0,00	4,3%	3,2%

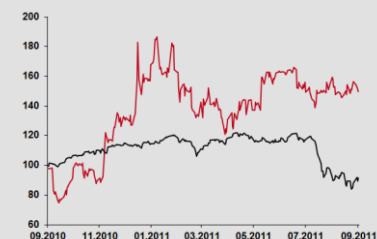
Quelle: BankM-Research

Branche	Chemie
WKN	760 860
ISIN	DE0007608606
Bloomberg/Reuters	H4G GY/H4GG.DE
Rechnungslegung	IFRS/HGB
Geschäftsjahr	31.12.
Zwischenmittlg. H2/11	November 2011
Marktsegment	Regulierter Markt
Transparenzlevel	General Standard

Finanzkennzahlen

	2011e	2012e	2013e
EV/Umsatz	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	13,1	9,2	7,9
EV/EBIT	35,7	18,3	13,8
P/E bereinigt	28,7	17,8	13,1
Preis/Buchwert	2,20	2,04	1,82
Preis/FCF	14,8	10,6	8,9
ROE	3,4%	7,7%	11,0%
Dividendenrendite	0,0	0,0	0,0

Anzahl Aktien (Mio. Stück)	48,078
Marktkap. / EV (Mio. €)	214.4/296.5
Free float	57,3%
Ø tägl. Handelsvol. (3M, in T€)	86,1
12 Monate hoch/tief (XETRA-Schluss)	5,50/2,20
Kurs 22.9.2011 (XETRA-Schluss)	4,41
Performance	1M 6M 12M
absolut	-6% 7% 50%
relativ	-1% -23% 76%
Vergleichsindex	CDAX



Hansa Group AG (rot/grau), Performance
 1 Jahr vs. CDAX (schwarz).

Quelle: Bloomberg

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Diese Studie wurde aufgrund eines Mandatsverhältnisses im Auftrag des Emittenten erstellt, der Gegenstand der Studie ist. BankM – Repräsentanz der biw AG ist Designated Sponsor der Aktie und hält in diesem Zusammenhang regelmäßig Wertpapierpositionen in der Aktie des Emittenten. Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden und die Kurse der Wertpapiere können steigen oder fallen. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann nicht ausgeschlossen werden. Anleger handeln auf eigenes Risiko. Das für die Erstellung dieses Dokuments verantwortliche Unternehmen ist die biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Willich.

Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage

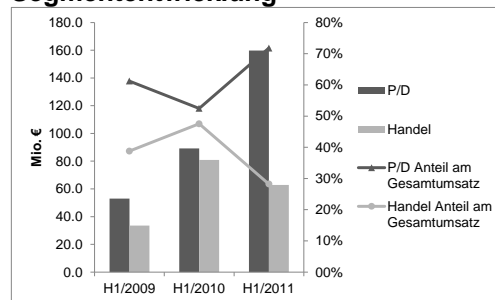
Top line der GuV durch Volatilität der Rohstoffpreise beeinflusst

Strategie: Steigerung der Profitabilität durch Optimierung des Produktmix

Aufgrund der Preisschwankungen an den Rohstoffmärkten - hier besonders Mineral- und Palmkernöl - und deren um ein bis zwei Quartale verzögerte Weitergabe an die Kunden bzw. Endverbraucher, ist die top line der Konzern-GuV in der Periodenbetrachtung stets verzerrt und reflektiert damit nicht 1:1 das nominale Umsatzvolumen sowie dessen Wachstum im Periodenvergleich. So stiegen die Rohstoffpreise im ersten Halbjahr signifikant, was deutlich zur Steigerung des Materialaufwands um 29,7% beitrug. Die Weitergabe an die Kunden erfolgte zu einem geringen Teil bereits im Verlauf der Berichtsperiode, und wird sich im Wesentlichen in der zweiten Jahreshälfte fortsetzen.

Insgesamt konnten Umsatzerlöse i.H.v. €223 Mio. erzielt werden, wobei das margenstärkere Segment Produkte/Dienstleistungen (P/D) seinen Anteil am Umsatz durch die jüngsten Akquisitionen um mehr als ein Drittel zu Lasten des margenschwächeren Segments Handel ausbauen konnte. Diese Entwicklung belegt die mittel- und langfristige Strategie des Vorstands zur Erhöhung der Rentabilität und somit der Kapitalrendite. Die folgende Abbildung zeigt die Umsatzentwicklung der beiden Segmente sowie deren jeweiligen Anteil am Gesamtumsatz für die letzten drei Halbjahre:

Segmententwicklung



Die operativen Kosten haben sich um 32,5% leicht überproportional zur Umsatzentwicklung mit 31% erhöht. Hier schlagen hauptsächlich die um 48% gestiegenen Personalkosten im Zusammenhang mit dem Erwerb der Luhns zu Buche.

Volle Synergien ab 2012 führen zur Steigerung des ROE

Die operativen Margen (EBIT und Ergebnis) haben sich trotz der höheren Kosten und der um 51% gestiegenen Abschreibungen im Zusammenhang mit der Kaufpreisallokation der zuletzt erworbenen Unternehmen leicht verbessert, zeigen aber nach unserer Einschätzung noch nicht die vollen, von uns erwarteten Synergien und Skaleneffekte aus der Integration der Waschmittelwerke Genthin GmbH und der Luhns GmbH. Dies hatten wir in unserer letzten Prognose ohnehin erst ab dem Jahr 2012 gesehen, da wir dann die Konzernintegration der erworbenen Unternehmen als weitgehend abgeschlossen erwarten. Die im Berichtszeitraum erzielte Eigenkapitalrendite von 3,01% wird u. E. dann auch deutlich ausgebaut werden können. Wir halten eine Bereinigung des Halbjahresergebnisses um die Abschreibungen aus der Kaufpreisallokation für sinnvoll und schätzen das bereinigte Halbjahresergebnis auf ca. €5,4 Mio., d.h. €0,11 pro Aktie (unbereinigt: €2.9 Mio., €0,06 pro Aktie).

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

HANSA GROUP AG

23. September 2011

Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage - 3/9 -

Gewinn- und Verlustrechnung

Geschäftsjahr 31.12 • IFRS	10a	11e	12e	13e	14e	10a	11e	12e	13e	14e	5y - CAGR
in T€						Veränderungen zum Vorjahr (%)					
Umsatzerlöse	356.140,0	434.490,8	486.629,6	520.000,0	546.000,0	81,6	22,0	12,0	6,9	5,0	22,7
Sonst. betr. Erträge	14.474,8	0,0	0,0	0,0	0,0						
Bestandsveränderungen	1.136,1	0,0	0,0	0,0	0,0						
Andere aktivierte Eigenleistungen	756,5	1.228,0	0,0	0,0	0,0						
Materialaufwand	269.258,0	338.902,8	372.271,7	395.200,0	414.960,0	84,0	25,9	9,8	6,2	5,0	23,2
% vom Umsatz	75,6%	78,0%	76,5%	76,0%	76,0%						
Personalaufwand	30.828,3	34.759,3	37.957,1	40.040,0	42.042,0	157,7	12,8	9,2	5,5	5,0	28,6
% vom Umsatz	8,7%	8,0%	7,8%	7,7%	7,7%						
Sonstige betr. Aufwend.	50.851,1	39.408,3	44.137,3	47.164,0	49.522,2	108,8	-22,5	12,0	6,9	5,0	15,2
EBITDA	21.570,0	22.648,4	32.263,5	37.596,0	39.475,8	-61,4	5,0	42,5	16,5	5,0	-6,7
% vom Umsatz	6,1%	5,2%	6,6%	7,2%	7,2%						
Abschreibungen	11.355,0	14.338,2	16.058,8	16.058,8	16.058,8						
% vom Umsatz	3,2%	3,3%	3,3%	3,1%	2,9%						
EBIT	10.215,0	8.310,2	16.204,8	21.537,2	23.417,0	-79,8	-18,6	95,0	32,9	8,7	-14,2
% vom Umsatz	2,9%	1,9%	3,3%	4,1%	4,3%						
Zinserträge	1.316,1	1.000,0	1.000,0	1.000,0	1.000,0						
Zinsaufwendungen	5.699,0	6.500,0	8.200,0	7.500,0	7.500,0						
EBT	5.832,1	2.810,2	9.004,8	15.037,2	16.917,0	-87,6	-51,8	220,4	67,0	12,5	-18,5
Ertragssteuern (Aufwand +/- Ertrag -)	2.580,9	-453,6	1.197,5	2.827,9	3.429,4						
dav. lat. St. (Aufw. +/- Ertr. -)	-2.821,0	-1.352,9	-1.684,0	-1.984,0	-1.984,0						
Konzernergebnis	3.251,2	3.263,8	7.807,2	12.209,3	13.487,6	-93,3	0,4	139,2	56,4	10,5	-22,7
% vom Umsatz	0,9%	0,8%	1,6%	2,3%	2,5%						
Anpassungen	0,0	4.216,0	4.216,0	4.216,0	4.216,0						
Bereinigtes Konzernergebnis	3.251,2	7.479,8	12.023,2	16.425,3	17.703,6	-56,7	130,1	60,7	36,6	7,8	18,7
% vom Umsatz	0,9%	1,7%	2,5%	3,2%	3,2%						
Anzahl Aktien (Ø im Umlauf)	48.078	48.078	48.078	48.078	48.078						
Ergebnis/Aktie (EpA)	0,07	0,07	0,16	0,25	0,28	-93,3	0,4	139,2	56,4	10,5	-29,3
Bereinigtes Ergebnis/Aktie (ber. EpA)	0,07	0,16	0,25	0,34	0,37	-56,7	130,1	60,7	36,6	7,8	21,6

Quelle: BankM Research

Kapitalflussrechnung

Geschäftsjahr 31.12 • IFRS	10a	11e	12e	13e	14e	10a	11e	12e	13e	14e	5y - CAGR
in T€						Veränderungen zum Vorjahr (%)					
Konzernergebnis	3.251,2	3.263,8	7.807,2	12.209,3	13.487,6	-93,3	0,4	139,2	56,4	10,5	-22,7
+ Abschreibung & Wertminderungen	11.355,0	14.338,2	16.058,8	16.058,8	16.058,8	112,7	26,3	12,0	0,0	0,0	24,6
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	2.268,0	279,5	290,7	302,3	314,4	514,5	-87,7	4,0	4,0	4,0	-3,2
= Cash Earnings	16.874,2	17.881,5	24.156,7	28.570,4	29.860,8	-69,0	6,0	35,1	18,3	4,5	-11,3
- andere, nicht-cashwirks. Positionen	9.254,9	-1.352,9	-1.684,0	-1.984,0	-1.984,0						
- Veränderungen Nettoumlaufvermögen	-22.312,1	-12.468,0	-2.296,9	-1.470,1	-1.145,4						
= Operativer Cash Flow	29.931,42	31.702,4	28.137,7	32.024,5	32.990,2	2.759,6	5,9	-11,2	13,8	3,0	99,4
- Investitionen in Anlagevermögen	31.865,5	17.249,3	8.000,0	8.000,0	8.000,0	137,4	-45,9	-53,6	0,0	0,0	-9,8
= Freier Cash Flow	-1.934,1	14.453,2	20.137,7	24.024,5	24.990,2	n.a.	n.a.	39,3	19,3	4,0	n.a.
- Sonstiges ((+) Invest., (-) Barm.zufl.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0						
- Dividende (Vorjahr)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0						
- Ausschüttung an Minderheiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0						
+ Erhöhung des gezeichneten Kapitals	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0						
- Abfluß durch Aktienrückkäufe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0						
+/- Bankverbindlichkeiten	28.494,4	-16.000,0	-12.000,0	-9.000,0	-5.000,0						
= Zufluß Barm.(+)/Rückfl. Barm.(-)	26.560,3	-1.546,8	8.137,7	15.024,5	19.990,2	n.a.	n.a.	n.a.	84,6	33,1	n.a.

Quelle: BankM Research

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Unsere Bilanzprognose: Kontinuierliche Verbesserung der Kapitalstruktur auf Industrieniveau

Die Eigenkapitalquote beträgt im Jahresvergleich unverändert 25% und befindet sich damit unseres Erachtens auf einem nicht zufriedenstellenden Niveau. Laut dem Verband der chemischen Industrie (Chemiewirtschaft in Zahlen, 2011) liegt die branchenübliche EK-Quote historisch zwischen 32 und 34%. Gemäß unserer mittelfristigen Prognose dürfte sich die EK-Quote kontinuierlich in Richtung des Branchendurchschnitts entwickeln (siehe Bilanz). Das operative Umlaufvermögen hat sich entsprechend den gestiegenen Umsatzerlösen deutlich um €21,4 Mio. erhöht. Gleichzeitig konnte das Cash-Management durch Reduzierung des Nettoumlaufvermögens um €4,2 Mio. verbessert und damit ein positiver Beitrag zur Liquidität geleistet werden (Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen: +€25,6 Mio.). Zum Ende der Periode betragen die liquiden Mittel €28 Mio. Wir weisen darauf hin, dass die hierin enthaltenen Kontokorrentkredite i.H.v. €19,5 Mio. jederzeit gegenüber den Kreditinstituten fällig werden und damit zu einer Anspannung hinsichtlich der Liquidität führen können. Gleichwohl verfügt die Hansa über eine Kreditlinie von insgesamt €40 Mio., so dass u. E. ein kurzfristiger Liquiditätsengpass unwahrscheinlich ist. Insgesamt sehen wir diese Form der Fremdfinanzierung auf Dauer nicht als effizient an; daher gehen wir davon aus, dass der Vorstand mittelfristig eine Herabsetzung des Kontokorrents anstrebt, möglicherweise durch eine Kapitalmaßnahme oder alternative Fremdkapitalinstrumente.

Bilanz

Geschäftsjahr 31.12 • IFRS in T€	10a	11e	12e	13e	14e	10a	11e	12e	13e	14e
Aktiva						% of Balance Sheet Total				
Sachanlagen	208.208,8	212.840,5	206.708,8	200.577,0	194.445,3	56%	64%	61%	57%	53%
Immaterielle Vermögenswerte	45.556,1	43.835,5	41.908,4	39.981,4	38.054,3	12%	13%	12%	11%	10%
<i>davon Goodwill</i>	18.389,2	18.389,2	18.389,2	18.389,2	18.389,2	5%	6%	5%	5%	5%
Latente Steuern	931,1	300,0	0,0	0,0	0,0	0%	0%	0%	0%	0%
Sonstiges Anlagevermögen	1.294,4	1.333,2	1.373,2	1.414,4	1.456,8	0%	0%	0%	0%	0%
Anlagevermögen	255.990,4	258.309,2	249.990,4	241.972,8	233.956,5	69%	78%	73%	68%	63%
Vorräte	42.115,3	31.380,7	35.146,4	37.556,5	39.434,4	11%	9%	10%	11%	11%
Forderungen	23.595,4	28.786,4	32.240,7	34.451,6	36.174,2	6%	9%	9%	10%	10%
Barmittel	27.045,4	5.498,5	13.636,2	28.660,7	48.650,9	7%	2%	4%	8%	13%
Sonstiges Umlaufvermögen	22.864,0	9.000,0	10.080,0	10.771,2	11.309,8	6%	3%	3%	3%	3%
Umlaufvermögen	115.620,1	74.665,6	91.103,3	111.440,1	135.569,2	31%	22%	27%	32%	37%
Bilanzsumme	371.610,5	332.974,8	341.093,7	353.412,9	369.525,7	100%	100%	100%	100%	100%
Passiva						% of Balance Sheet Total				
Gezeichnetes Kapital	48.077,9	48.077,9	48.077,9	48.077,9	48.077,9	13%	14%	14%	14%	13%
Kapitalrücklagen	6.531,9	6.531,9	6.531,9	6.531,9	6.531,9	2%	2%	2%	2%	2%
Gewinnrücklagen	39.664,1	42.927,9	50.735,1	62.944,4	76.432,0	11%	13%	15%	18%	21%
Übrige Rücklagen	-297,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0%	0%	0%	0%	0%
Eigenkapital	93.976,42	97.537,7	105.344,9	117.554,2	131.041,8	25%	29%	31%	33%	35%
Langfristige Verbindlichkeiten	97.290,65	79.419,4	77.726,1	76.044,5	74.374,9	26%	24%	23%	22%	20%
dav. Rückstellungen	8.689,1	8.968,6	9.259,4	9.561,7	9.876,1	2%	3%	3%	3%	3%
<i>dav. Pensionsrückstellungen</i>	6.988,3	7.267,8	7.558,5	7.860,9	8.175,3	2%	3%	3%	3%	3%
dav. zinstr. Verbindl.	41.481,7	25.314,9	25.314,9	25.314,9	25.314,9	2%	2%	2%	2%	2%
dav. Latente Steuern	47.119,8	45.135,8	43.151,8	41.167,8	39.183,8	11%	8%	7%	7%	7%
Kurzfr. Verbindl. <1J.	180.343,4	156.017,7	158.022,6	151.006,6	147.990,6	49%	47%	46%	43%	40%
<i>dav. Vblk. aus L&L + Vorrauszahl.</i>	72.383,7	88.308,1	98.905,0	105.687,4	110.971,7	19%	27%	29%	30%	30%
Verbindlichkeiten	277.634,1	235.437,1	235.748,8	235.858,7	238.483,9	75%	71%	69%	67%	65%
Bilanzsumme	371.610,5	332.974,8	341.093,7	353.412,9	369.525,7	100%	100%	100%	100%	100%

Quelle: BankM Research

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Bewertung

Wir nehmen unser Basisstudien-Update zum Anlass, unsere Bewertung zu aktualisieren. Hierbei passen wir auch bewertungsrelevante Parameter, wie z.B. risikoloser Zins und Markt-Beta den Marktgegebenheiten an (siehe Modellannahmen).

Zur Analyse der Freien Cash Flows haben wir ein 3-Phasen Modell angewandt:

Phase I	2011 – 2014 (kurzfristiger Planungshorizont)
Phase II	2015 – 2018 (mittelfristige Prognose)
Phase III	Terminal Value (Ewige Rente)

Zur Schätzung der zukünftigen Cash-Flows haben wir uns folgender Quellen bedient:

- Jahresabschlussbericht 2010 und Halbjahresbericht 2011
- Diskussionen mit dem Management
- Veröffentlichungen des Unternehmens

Die zeitgewichtete Diskontierung der Freien Cash-Flows ist ein zentrales Element der DCF-Analyse. Es bestehen nach wie vor methodische Probleme in der Ermittlung einer Risikoprämie anhand eines Marktportfolio-Surrogats (breit gestreuter Index). Geometrisch ermittelte Renditen über lange Zeiträume (5 bis 10 Jahre - CAGR) ergeben aufgrund des andauernden schlechten Marktumfeldes keine sinnvollen Anhaltspunkte zur Ermittlung einer Risikoprämie. So beträgt das 10-Jahres CAGR für den S&P 500 4,33% und für den MSCI World 5,80%. Innerhalb der letzten 12 Monate hat der S&P 500 um 7,32% und der MSCI World um 1,88% zugelegt (Daten vom 22.09.2011). Wir fühlen uns weiterhin komfortabel mit einer erwarteten Aktienmarktrendite von 10% und ermitteln somit eine Risikoprämie von 8,2%. Zur Ermittlung der durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten unterstellen wir eine Zielkapitalstruktur der Hansa Group AG von 40:60 (EK:FK). In unseren Prognosen haben wir einen Konzernsteuersatz i.H.v. 32% angesetzt.

In unserer kurzfristigen Prognose (2011 - 2014) haben wir die Inbetriebnahme der Tensidanlage im vierten Quartal 2011 unterstellt, deren Auslastung nach Unternehmensangaben bis einschließlich 2012 etwa 70% betragen wird. Ab 2013 wird die Anlage voraussichtlich zu 100% ausgelastet sein. Unsere DCF-Analyse berücksichtigt die graduelle Zunahme der Profitabilität, die sich aus der Integration der einzelnen Konzernteile ergibt. Seit unserer letzten Studie hat sich der Anteil des Terminal Value am Unternehmenswert von 62% auf 50% reduziert, was die Zuverlässigkeit der Prognosen insgesamt erhöht.

Aufgrund unserer Analyse der freien Cash Flows ermitteln wir einen fairen Wert des Eigenkapitals i.H.v. €207 Mio., d.h. €4,31 pro Aktie.

**Graduelle Zunahme
der Profitabilität**

**Fairer Wert der Aktie:
€4,31**

DCF-Analyse basierend auf zukünftigen Freien Cash-Flows 2011-2018 + Terminal Value

in T€	2010a	Phase 1				Phase 2				Terminal Value
		2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019+
	Basis	0,25	1,25	2,25	3,25	4,25	5,25	6,25	7,25	
Wachstum	82%	22%	12%	7%	5%	5%	4%	4%	3%	1%
Umsatz	356.140,0	434.490,8	486.629,6	520.000,0	546.000,0	573.300,0	596.232,0	620.081,3	638.683,7	
EBIT	10.215,0	8.310,2	16.204,8	21.537,2	23.417,0	24.587,9	25.571,4	26.594,2	27.392,1	
- Steuern	2.580,9	2.659,3	5.185,5	6.891,9	7.493,4	7.868,1	8.182,8	8.510,2	8.765,5	
+ Abschreibungen	11.355,0	14.338,2	16.058,8	16.058,8	16.058,8	16.058,8	16.058,8	16.058,8	9.858,8	
+ Veränderungen der langfristigen Rückstellungen	2.268,0	279,5	290,7	302,3	314,4	327,0	340,1	353,7	367,8	
- Veränderungen Nettoumlaufvermögen	-22.312,1	-12.468,0	-2.296,9	-1.470,1	-1.145,4	0,0	0,0	0,0	0,0	
- andere, nicht-cashwirksame Positionen	3.555,9	-1.352,9	-1.684,0	-1.984,0	-1.984,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Investitionen in Anlagevermögen	31.865,5	17.249,3	8.000,0	8.000,0	8.000,0	8.000,0	8.000,0	8.000,0	8.000,0	
= Freier Cash-Flow	8.147,8	16.840,3	23.349,7	26.460,5	27.426,2	25.105,5	25.787,4	26.496,6	20.853,2	21.054,2
Terminal Value										250.645,4
Diskontierungsfaktor	n.a.	0,98	0,91	0,85	0,79	0,74	0,69	0,64	0,59	
Nettobarwert der Freien Cash-Flows	n.a.	16.540,1	21.341,2	22.505,4	21.707,3	18.491,0	17.674,6	16.899,8	12.377,0	
Nettobarwert des Terminal Value										148.765,3

Bewertung	Zusammensetzung des EV
Ergebnis der zukünftigen Cash-Flow:	147.536,3 → 50%
+ Ergebnis des Terminal Value	148.765,3 → 50%
Enterprise Value	296.301,6
+ Cash (30.06.2011)*	8.477,4
- zinstr. Verbindlichk. (30.06.2011)*	97.773,6
= Wert des Eigenkapitals	207.005,4
Fairer Wert pro Aktie	4,31

*Korrigiert um die Kontokorrentposition

Quelle: BankM Research

Sensitivitätsanalyse des Terminal Value (TV)

Sensitivitätsanalyse des Terminal Value (TV)

Diskontierung des TV

Wachstum im Terminal Value	7% 8% 9% 9,40% 10% 11% 12%						
	0,25%	5,03	4,54	4,16	4,03	3,86	3,61
0,50%	5,19	4,66	4,26	4,12	3,93	3,68	3,46
0,75%	5,36	4,79	4,36	4,21	4,02	3,74	3,52
1,00%	5,54	4,93	4,46	4,31	4,10	3,81	3,58
1,25%	5,74	5,07	4,57	4,41	4,19	3,88	3,64
1,50%	5,96	5,23	4,70	4,52	4,29	3,96	3,70
1,75%	6,20	5,40	4,82	4,64	4,39	4,04	3,77

EBIT-Marge im TV

Wachstum im Terminal Value	4,00% 4,10% 4,20% 4,29% 4,30% 4,40% 4,50%						
	0,25%	3,86	3,92	3,98	4,03	4,04	4,10
0,50%	3,94	4,00	4,07	4,12	4,13	4,19	4,25
0,75%	4,03	4,09	4,15	4,21	4,22	4,28	4,34
1,00%	4,12	4,18	4,25	4,31	4,31	4,38	4,44
1,25%	4,22	4,28	4,35	4,41	4,42	4,48	4,55
1,50%	4,32	4,39	4,45	4,52	4,52	4,59	4,66
1,75%	4,43	4,50	4,57	4,63	4,64	4,71	4,78

Quelle: BankM Research

Modellannahmen	
Risikoloser Zins	1,80%
10 J. Bundesanleihe (D)	
Sektor-Beta (vs. MSCI World, relevered)*	0,94
Beta in Terminal Value = 1	8,20%
Marktrendite	10,00%
Eigenkapitalkosten	9,47%
Zielgewichtung	40%
Fremdkapitalkosten	9,00%
Zielgewichtung	60%
Tax shield	32,00%
WACC	7,46%
Wachstumsrate für Endwert	TV
	9,40%
	1,00%

* Industrie-Beta für Unternehmen, die unter SIC 2841 (Seife und Reinigungsmittel) erfasst sind, adjustiert für die Zielkapitalstruktur und den Konzernsteuersatz von 32%

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Risikohinweise, rechtliche Angaben, Haftungsausschluss (Disclaimer)

A. Allgemeine Risikohinweise

Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann bei dieser Anlageform nicht ausgeschlossen werden. Potenzielle Anleger sollten sich darüber bewusst sein, dass die Kurse von Wertpapieren ebenso fallen wie steigen können und Einnahmen aus Wertpapierinvestments teils erheblichen Schwankungen unterliegen können. In Bezug auf die zukünftige Wertentwicklung der genannten Wertpapiere und die erzielbare Anlagerendite können daher keine Zusicherungen oder Gewährleistungen gegeben werden.

B. Angaben gemäß § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung (FinAnV):

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: **biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Willich.**

Verfasser der vorliegenden Finanzanalyse: **Dr. Roger Becker, CEFA, Biologe.**

Die biw Bank für Investments und Wertpapiere AG unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, D-53117 Bonn und Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt am Main.

Emittent des analysierten Finanzinstruments ist die HANSA GROUP AG.

Hinweis gem. § 4 Abs. 4 Nr. 4 FinAnV über vorausgegangene Veröffentlichungen über den Emittenten mind. in den letzten zwölf Monaten:

Analyst	Datum	Bewertungsergebnis	Fairer Wert
Dr. Roger Becker	03.05.2010	Kaufen	€ 1,73
Dr. Roger Becker	27.05.2010	Kaufen	€ 1,73
Dr. Roger Becker	07.09.2010	Keine Bewertung	n.a.
Dr. Roger Becker	22.11.2010	Kaufen	3,75

II. Zusätzliche Angaben:

1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z. B. Reuters, VWD, Bloomberg, dpa-AFX u. a.), Wirtschaftspresse (z. B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit Personen des Managements des Emittenten geführt. Die Analyse wurde dem Emittenten vor Veröffentlichung zum Zweck eines Tatsachenabgleichs gemäß DVFA-Kodex zugänglich gemacht. Aus diesem Tatsachenabgleich resultierten keine inhaltlichen Änderungen.

2. Zusammenfassung der bei Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und – methoden:

Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die Ratings beziehen sich auf das ermittelte Bewertungsergebnis und einen Zeithorizont des ermittelten Fairen Werts von bis zu 12 Monaten.

KAUFEN: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mindestens +15 % über dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

NEUTRAL: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt zwischen –15% und +15 % des Kursniveaus zur Zeit des Datums der Studie.

VERKAUFEN: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mehr als –15 % unter dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer-Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Break-up-Value- und Sum-of-the-Parts-Ansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder eine Kombination verschiedener Methoden. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Bewertungsergebnisse und faire Werte entsprechend ändern. Die Ergebnisse der Bewertung beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

3. Datum der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:

23.9.2011

4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:

Schlusskurse vom 22.9.2011

5. Aktualisierungen:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht exakt festgelegt. Die Analyse und die darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen geben nur die an dem auf der ersten Seite der Analyse genannten Datum vertretene Sichtweise wieder.

Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse oder der darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen unangekündigt vorzunehmen. Die Entscheidung, ob und wann eine Aktualisierung stattfindet, liegt alleine im Ermessen der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG.

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

1. Der Geschäftserfolg von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG basiert auf direkten und/oder indirekten Zahlungen des Emittenten im Zusammenhang mit Geschäftstätigkeiten, die den Emittenten und dessen Wertpapiere betreffen. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG hat mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung dieses Dokuments getroffen.

Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG (und verbundene Unternehmen) sowie im Zusammenhang mit der Tätigkeit der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG gebundene Vermittler der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, die Ersteller sowie sonstige an der Erstellung der Finanzanalyse mitwirkende Personen und Unternehmen oder mit Ihnen verbundene Unternehmen

- verfügen über keine wesentliche Beteiligung (über 5%) an dem Emittenten,
- waren (innerhalb der vergangenen 12 Monate) nicht an der Führung eines Konsortiums für die Emission von Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse ist,
- waren weder an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, noch haben sie aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,
- haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.

2. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG betreut den Emittenten als Designated Sponsor durch das Stellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen an einem Markt für die Finanzinstrumente, die Gegenstand dieses Dokuments sind und hält bzw. wird Wertpapiere, die Gegenstand dieses Dokuments sind, im Handelsbestand halten.

3. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG hat Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden bzw. angemessen zu behandeln. Insbesondere wurden institutsinterne Informationsschranken geschaffen, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenskonflikte für die Bank begründen könnten. Die biw Bank für Investments und Wertpapiere AG führt zudem ein Insiderverzeichnis gemäß § 15b WpHG für Personen, die für sie tätig sind und bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen haben. Diese Verzeichnisse werden auf Anfrage der BaFin übermittelt. Insidergeschäfte gemäß § 14 WpHG sind grundsätzlich nicht erlaubt. Mitarbeiter mit besonderer Funktion und Zugang zu Insiderinformationen haben grundsätzlich alle Geschäfte in Wertpapieren der internen Compliance-Stelle offenzulegen. Ferner wird eine laufende Überwachung der Einhaltung weiterer gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG durchgeführt und sich in diesem Zusammenhang eine Beschränkung von Mitarbeitergeschäften in Wertpapieren vorbehalten.

4. Die Vergütung der Analysten dieses Dokuments ist nicht von Investmentbanking-Geschäften der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG oder mit ihr verbundenen Unternehmen abhängig. Die Analysten haben zu keinem Zeitpunkt Anteile des Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind, vor deren Emission erhalten oder erworben. Die auf der Titelseite dieses Dokuments aufgeführten Analysten erklären, dass die dargestellten Meinungen und Aussagen ihre eigene persönliche Einschätzung bezüglich der analysierten Finanzinstrumente des Emittenten widerspiegeln und ihre Vergütung weder direkt noch indirekt von ihren Einschätzungen zu den Finanzinstrumenten des Emittenten abhängen.

5. Aktuelle Angaben gemäß § 5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV sind im Internet unter http://www.bankm.de/webdyn/138_cs_Gesetzliche+Angaben.html erhältlich.

C. Haftungsausschluss (Disclaimer):

Dieses Dokument wurde von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Es begründet weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung.

Dieses Dokument ist ausschließlich für den Gebrauch durch Personen aus dem Inland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes mit dem Kauf und Verkauf von Wertpapieren vertraut sind und über dementsprechende Kenntnisse verfügen. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung, in Teilen oder im Ganzen, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG zulässig. Eine unrechtmäßige Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.

Ein Vertrieb dieses Dokuments in Großbritannien darf nur mit ausdrücklicher vorheriger schriftlicher Genehmigung durch die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG erfolgen. Empfangsberechtigt sind dann nur Personen, die berufliche Erfahrung mit Wertpapieranlagen haben und unter die Regulierung des Artikel 19(5) des "financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the order)" in der jeweils gültigen Fassung fallen; oder (2) Personen sind, die dem Artikel 49 (2) (a) bis (d) der order unterliegen. An nicht darunter fallende Personen ist die Weitergabe bzw. der Vertrieb grundsätzlich nicht gestattet.

Dieses Dokument oder eine Kopie hiervon dürfen nicht nach Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika eingeführt oder versendet werden oder direkt oder indirekt in Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika oder an irgendeinen Bürger dieser Länder vertrieben werden. In keinem Fall darf dieses Dokument an US-Personen, die unter den United States Securities Act fallen, versendet oder vertrieben werden.

In anderen Ländern oder an Bürger anderer Länder kann der Vertrieb dieses Dokuments ebenfalls gesetzlich eingeschränkt sein. Der Empfänger dieses Dokuments hat sich über entsprechende Beschränkungen zu informieren und diese zu beachten.

Dieses Dokument stellt weder eine Empfehlung noch ein Angebot oder eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung. Eine Anlageentscheidung darf nicht auf dieses Dokument gestützt werden. Potenzielle Anleger sollten sich in Ihrer Anlageentscheidung von geeigneten Personen individuell beraten lassen.

Dieses von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung gibt die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG keine Garantie und Zusicherung für die Vollständigkeit und Richtigkeit des erstellten Dokuments ab und übernimmt auch keine Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist ausgeschlossen, sofern seitens der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt.

Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG bzw. der Verfasser und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG berichtigt werden, ohne dass die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte, es sei denn, dass die irrtumsbedingten Fehler auf grob fahrlässiges Verhalten der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG zurückzuführen sind. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG übernimmt keine Haftung für Vermögensschäden, soweit diese nicht auf Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit beruhen. Mit der Annahme dieses Dokuments erklärt sich der Leser bzw. Nutzer dieses Dokuments mit den dargestellten Risikohinweisen, rechtliche Angaben und dem Haftungsausschluss (Disclaimer) einverstanden und an die vorstehenden Bestimmungen gebunden zu sein sowie die in dieser Analyse enthaltenen Informationen ausschließlich Berechtigten zugänglich zu machen. Der Nutzer dieses Dokuments ist gegenüber der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG zu

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

HANSA GROUP AG

23. September 2011

Risikohinweise, rechtliche Angaben, Haftungsausschluss (Disclaimer) - 9/9 -

Schadensersatz für sämtliche Schäden, Forderungen, Verluste und Nachteile aufgrund von oder in Verbindung mit der unautorisierten Nutzung dieses Dokuments verpflichtet.

Die Erstellung dieses Dokuments unterliegt deutschem Recht. Der Gerichtsstand für alle Streitigkeiten ist Frankfurt am Main (Deutschland).

Sollte eine Bestimmung dieses Disclaimers unwirksam sein oder werden, bleiben die übrigen Bestimmungen dieses Disclaimers hiervon unberührt.

This document is not intended for use by persons resident in any jurisdiction that regulates access to such documents by applicable laws. Investment decisions must not be based on any statement in this report. Persons in possession of this document should inform themselves about possible legal restrictions and observe them accordingly. In case of uncertainty persons should not access and consider this document. This document is not intended for use by persons that are classified as US-persons under the United States Securities Act.

© 2011 BankM - Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Mainzer Landstraße 61, D-60329 Frankfurt.

biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Hausbroicher Straße 222, D-47877 Willich. Alle Rechte vorbehalten.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!