

Akt. Kurs (13.08.2012, 09:09, Ffm): 5,53 EUR – Einschätzung: **Kaufen (---)** – Kursziel 12 Monate: **9,00 (---) EUR**

**Branche:** Finanzdienstleister  
**Land:** Deutschland  
**ISIN:** DE000A1C8113  
**Reuters:** OC3.F  
**Bloomberg:** OC3

## Kurzbeschreibung

Die Hoffmann AHG SE ist ein Dienstleister mit Fokus auf die kaufmännisch und steuerrechtlich einwandfreie Abwicklung im Warenverkehr, sowohl innerhalb der Europäischen Wirtschaftsunion als auch in Drittländer. Der Großteil der Transaktionen betrifft derzeit Automobilexporte. Weitere Zielgeschäftsfelder sind Nutzfahrzeuge, Maschinen, Industriedienstleistungen und Rohstoffe.

	Hoch	Tief
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	12,95 €	5,14 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	5,53 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	270.000	
<b>Streubesitz:</b>	21,0%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	1,49 Mio. €	

## Anlagekriterien

### Erstes volles Geschäftsjahr mit Gewinn abgeschlossen

Nachdem Hoffmann im Rumpfgeschäftsjahr 2010 bei minimalen Umsätzen eine „rote Null“ ausgewiesen hatte, liegt nun das erste volle Geschäftsjahr hinter der Gesellschaft. Aufgrund ihres Geschäftsmodells ist die Hoffmann AHG in der Sondersituation, praktisch von Unternehmensbeginn an schwarze Zahlen schreiben zu können. Diese Ankündigung vom Börsengang konnte das Unternehmen im ersten vollen Geschäftsjahr auch einlösen.



Zwar blieb der Umsatz in 2011 mit 13,83 Mio. Euro noch auf einen bescheidenen Niveau und deutlich hinter der Planung zurück. Entsprechend lag auch der Rohertrag mit 440 TEUR etwas unter den von uns erwarteten 519 TEUR. Umso bemerkenswerter ist es, dass die angekündigten Ergebniszahlen trotzdem geliefert wurden. So gelang es Hoffmann, die Prognose für das EBIT von 150 TEUR mit letztlich erreichten 156 TEUR sogar leicht zu übertreffen.

## Kennzahlen

	2010	2011	2012e	2013e
<b>Umsatz</b>	1,13	13,8	30,0	50,0
<i>bisher</i>	---	42,3	133,7	198,8
<b>EBIT</b>	-0,01	0,16	0,45	1,06
<i>bisher</i>	---	0,15	0,53	1,03
<b>Jahresüb.</b>	-0,01	0,13	0,28	0,66
<i>bisher</i>	---	0,08	0,31	0,64
<b>Erg./Aktie</b>	-0,03	0,47	1,03	2,43
<i>bisher</i>	---	0,31	1,15	2,37
<b>Dividende</b>	0,00	0,00	0,00	0,80
<i>bisher</i>	---	---	0,80	n.a.
<b>KGV</b>	n.a.	11,9	5,4	2,3
<b>Div.rendite</b>	n.a.	0,0%	0,0%	14,5%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

## Analyst:

Mario David Balda

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 20

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

m.balda@gsc-research.de

## Rasantes Wachstum bei minimalen Anlaufverlusten

Für 2012 stehen die Zeichen weiter auf Wachstum. Wurden im Geschäftsjahr 2011 wurden durch die Hoffmann AHG insgesamt 460 Geschäfte abgewickelt, so waren es bis zum 31.05.2012 bereits 362 Abwicklungen. Allein im Mai verzeichnete Hoffmann dabei 107 Auftragseingänge gegenüber 67 im Vorjahreszeitraum, welcher seinerseits der beste Monat in 2011 war.

Für das Gesamtjahr rechnen wir mit einer Fortsetzung dieses Trends. In der Regel ist das dritte Quartal als Sommerquartal zwar etwas umsatzschwächer, doch davon in diesem Jahr nicht auszugehen. Denn das Neukundengeschäft läuft enorm stark und die Stammkundschaft fängt mit hoher Nachfrage ebenfalls Schwankungen ab.

## Vertriebsbemühungen massiv ausgeweitet

Seit Anfang Mai dieses Jahres befindet sich das Management der Hoffmann AHG intensiv auf Akquisitionstour. Hierdurch wurde bereits eine Vielzahl neuer Kunden aus dem Bereich der Autohäuser bzw. Autohändler gewonnen. Um dem zusätzlichen Personalbedarf zur Abwicklung des Neugeschäfts Rechnung zu tragen, hat Hoffmann inzwischen eine weitere Etage am Firmensitz Karlsruhe angemietet und entsprechend auch neue Mitarbeiter eingestellt.

Finanziell ist das Wachstum gut gesichert. Mit der Südwest Bank verfügt die Hoffmann AHG über einen Bankpartner, der die Entwicklung aktiv begleitet und im Bedarfsfall zusätzliche Kreditlinien bereitstellt.

### **Nutzfahrzeuggefährt nimmt Fahrt auf**

Neben der großen Nachfrage bei PKW zieht mittlerweile auch das Nutzfahrzeuggeschäft an. Hier steht die Gewinnung eines ersten Großkunden in Verbindung mit MAN unmittelbar bevor. Dabei geht es um die Abwicklung eines Verkaufs im Bereich von 50 Fahrzeugen nach Kasachstan. Dieser bereits unterschrittsreife Auftrag hat ein Volumen von stolzen 3,5 Mio. Euro.

Hoffmann rechnet noch im laufenden Geschäftsjahr mit Folgeaufträgen, da auch im Nutzfahrzeugbereich mit der Personal- und Raumaufstockung die Vertriebsbemühungen intensiviert wurden.

### **Roll-Out des Geschäftsmodells hat begonnen**

Anlässlich des Börsengangs wurde kommuniziert, dass geplant ist, das Geschäftsmodell der Hoffmann AHG mit den maßgeschneiderten Lösungen und standardisierten Prozessen auf weitere Bereiche auszurollen. Nach den Nutzfahrzeugen ist hier nun der Industriebereich hinsichtlich Maschinen, Logistik und Personaldienstleistungen der nächste Zielmarkt.

Dieses Angebot will das Unternehmen noch in 2012 zur Marktreife führen. Zusätzliche Erlöse hieraus sind in den Planungsrechnungen noch nicht enthalten und bilden somit weiteres Upside-Potenzial.

### **Cold-IPO erfolgreich**

Der Börsengang „durch die Hintertür“ mittels eines Cold-IPO darf als Erfolg verbucht werden. Die ersten Kurse Ende Juni 2011 lagen im Bereich von 7,00 Euro, die Tiefstkurse lagen knapp darunter. In der Folge ging es zügig bis auf 11,50 Euro, das Hoch lag im August bei 12,50 Euro. Den Rest des Börsenjahres pendelte die Effekte um 10,00 Euro.

Weniger erfolgreich verlief der Start in 2012. Bei allerdings eher bescheidenen Handelsumsätzen fiel das Papier wieder auf das Ausgangsniveau zurück und fiel zuletzt auf ein Niveau von um die 6 Euro.

### **Ausblick lässt gute Zahlen für 2012 und 2013 erwarten**

Dass die Zielvorgabe des Unternehmens für 2012, eine Verdoppelung beim Auftragseingang und ebenso bei den Abwicklungen zu erreichen, erscheint nach den starken ersten fünf Monaten des Jahres so gut wie sicher. Beim Umsatz halten wir eine Verdopplung bis Verdreifachung für möglich, denn bis Ende Mai waren bereits 8,5 Mio. Euro in trockenen Tüchern. Hinzu kommen voraussichtlich allein aus dem Kasachstan-Geschäft weitere 3,5 Mio. Euro. Setzt sich der positive Trend fort, sind über 30 Mio. Euro durchaus realistisch.

Beim Ergebnis wirken in 2012 die Aufstockung des Personals und die Anmietung der zusätzlichen Räumlichkeiten belastend. Die positiven Auswirkungen aus diesen Maßnahmen werden erst 2013 voll durchschlagen. Entsprechend gehen wir für das laufende Jahr von einer unterdurchschnittlichen Ergebnissteigerung aus, da Investitionen nach dem Börsengang jetzt im Vordergrund stehen. Für 2013 sieht sich das Unternehmen dann aber bestens aufgestellt und rechnet mit 200 bis 250 Auftragsengängen pro Monat.

### Schätzungen angepasst

Wir haben unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen für 2012 und 2013 daher konkretisiert und an die neuen Erkenntnisse angepasst. Während wir unsere Schätzungen für den Umsatz deutlich zurücknehmen, behalten wir die Ergebnisprognosen aufgrund der nachgewiesenen höher als erwarteten Rentabilität des Geschäftsmodells nahezu bei.

Somit rechnen wir für 2012 jetzt bei einem Umsatz von 30,0 (bisher 133,7) Mio. Euro mit einem EBIT von 450 (530) TEUR, was einen Gewinn je Aktie von 1,03 (1,15) Euro nach sich ziehen sollte. Für das Geschäftsjahr 2013 kalkulieren wir vorsichtig mit 50,0 (198,8) Mio. Euro Umsatz sowie einem EBIT von 1,06 (1,03) Mio. Euro und einem Gewinn von 2,43 (2,37) Euro je Aktie. Mit einer Dividendenzahlung rechnen wir angesichts der Investitionen in den Roll-Out des Geschäftsmodells aus Vorsichtsgründen nun erst für 2013.

Insgesamt haben wir uns bewusst für eine vorsichtige Herangehensweise an die Planzahlen entschieden, da sich die Hoffmann AHG immer noch in einer frühen Unternehmensphase befindet, was konkrete Prognosen vorerst weiterhin schwierig macht. Zudem ist der geplante Roll-Out in weitere Geschäftsbe-  
reiche erst in Ansätzen in unseren Schätzungen enthalten.

### Bewertung

Wie in unserer IPO-Studie angekündigt, nehmen wir nach Vorliegen der IST-Zahlen für 2011 heute erstmals eine Bewertung der Hoffmann-Aktie vor. Aufgrund der mit einigen Unwägbarkeiten behafteten Planzahlen sehen wir diese jedoch lediglich als grobe Indikation, eine fundierte Ermittlung des Kurspotenzials ist vorerst kaum möglich.

Ein Blick auf börsennotierte Firmen mit entfernt vergleichbaren Geschäftsmodells („close comparables“) zeigt aktuelle 2012er KGVs von 9 bei Dt. Forfait und Dresdner Factoring bzw. 15 bei GrenkeLeasing, die allerdings in einer anderen Größenliga spielt. Unter Berücksichtigung eines Sicherheitsabschlags aufgrund des kurzen Track Record lässt sich daraus ein fairer Wert im hohen einstelligen Bereich für die Hoffmann-Aktie ableiten.

Eine zweite Indikation bieten marktübliche EBIT-Multiples für M&A-Transaktionen. Hier ist eine Bewertung mit dem 6- bis 8-fachen EBIT gängig. Auch hier legen wir bei Hoffmann vorsichtshalber einen etwas niedrigeren Wert zugrunde und kommen bei einem Multiple von 5 bis 6 auf eine Bewertungsspanne zwischen 8,33 und 10,00 Euro je Aktie. Dies bestätigt unsere über die „close comparables“ ermittelten erste Kursindikation.

Somit sehen wir den „fairen Wert“ der Hoffmann AHG derzeit im Bereich von ungefähr 9 Euro je Aktie.

### Fazit

Auch wenn die Geschäftszahlen durchaus zu gefallen wissen, so richtig an der Börse angekommen ist die Hoffmann AHG noch nicht. Daher flachte das Interesse der Anleger nach dem erfolgreichen Cold-IPO zügig wieder ab und die Handelsumsätze der Aktie hielten sich in sehr engen Grenzen. Die vorgelegten Zahlen belegen, dass das Geschäftsmodell funktioniert. Dass die Umsätze im ersten vollen Geschäftsjahr noch nicht das erhoffte Niveau erreicht haben, ist angesichts der Profitabilität praktisch seit Aufnahme der Geschäftstätigkeit kein großer Makel.

Auch die angekündigte Ausweitung der Tätigkeit auf weitere Geschäftsfelder verläuft vielversprechend. Dies bestätigt der erste Großauftrag im Bereich der Nutzfahrzeuge eindrucklich. Dennoch bleibt die Hoffmann AHG ein Start-Up-Unternehmen ohne längeren Track Record, was die Anleger in Verbindung mit der noch rudimentären Öffentlichkeitsarbeit noch abzuschrecken scheint. Impulse könnte hier die erste Hauptversammlung nach dem Börsengang bringen, die allerdings bisher noch nicht terminiert ist.

Aktuell gibt es also vielversprechende Ansätze, aber noch kein klares Bild. Somit ist die Aktie momentan trotz der niedrigen Bewertung nur für sehr spekulativ eingestellte Anleger bzw. Spezialisten für marktenge MicroCap-Papiere interessant. Diesen bietet die Hoffmann AHG ein klassisches „Early-Stage-Investment“ mit allen bekannten Chancen und Risiken.

Unser erstes Kursziel setzen wir mit 9,00 Euro fest und stufen die Hoffmann-Aktie als spekulativen Kauf ein.

## **Aktionärsstruktur**

Management	39%
Institutionelle Investoren	40%
Streubesitz	21%

## **Termine**

September 2012          Hauptversammlung

## **Kontaktadresse**

Hoffmann AHG SE  
Kaiserstraße 183  
76133 Karlsruhe

Internet: [www.hoffmann-ahg.com](http://www.hoffmann-ahg.com)

## **Ansprechpartner Investor Relations:**

Esteban Teleki

Tel.:        +49 (0)721 / 1516 - 756  
Fax:        +49 (0)721 / 1305 - 753  
E-Mail:    [info@hoffmann-ahg.com](mailto:info@hoffmann-ahg.com)

## Disclosures

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während der folgenden zwölf Monate. Dabei bedeutet die Einstufung „Kaufen“ eine erwartete Wertsteigerung von mindestens 15%. „Halten“ bedeutet eine Wertsteigerung zwischen 0% und 15%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist. Sofern nicht anders angegeben, beruhen genannte Kursziele auf einer Discounted-Cash-flow-Bewertung und/oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die nach Ansicht des/der jeweilige(n) Analyst(en) vergleichbar sind. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird durch den/die Analysten unter Berücksichtigung des Börsenklimas angepasst.

### Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen 12 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
18.06.2011	6,50 €	n.a.	n.a.

### Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.06.2012):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	54,3%	65,2%
Halten	42,9%	34,8%
Verkaufen	2,9%	0,0%

### Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
Hoffmann AHG SE	1

1. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
2. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
3. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
4. Von GSC Research und/oder ihren verbundenen Unternehmen als (Sub-)Berater betreute Anleger halten Aktien der Gesellschaft.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Holding AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
7. Nach Kenntnis von GSC Research halten Investoren, die mit 2,5% oder mehr an der GSC Holding AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe [www.gsc-ag.de](http://www.gsc-ag.de)), unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.

## Haftungserklärung

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen stammen aus öffentlichen Informationsquellen, die die GSC Research GmbH für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für deren Korrektheit und Vollständigkeit sowie mögliche andere Fehler jeglicher Art kann jedoch keinerlei Haftung übernommen werden. Für die Richtigkeit von zur Erstellung der Studie seitens der Gesellschaft eventuell zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung des/der Analysten wider und können ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden.

Diese Studie ist ausschließlich für Anleger mit Geschäftssitz in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Die Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Finanzinstrumenten dar. Jeder Anleger wird hiermit aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen. Jedes Investment in Aktien oder andere Finanzinstrumente ist mit Risiken verbunden und kann schlimmstenfalls bis zum Totalverlust führen. Weder die GSC Research GmbH noch ihre verbundenen Unternehmen, gesetzlichen Vertreter und Mitarbeiter haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Diese Studie darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung durch die GSC Research GmbH weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in irgendeiner Form gespeichert werden.

Für die Erstellung dieser Studie ist die GSC Research GmbH, Pempelforter Str. 47, 40211 Düsseldorf verantwortlich.