

EQUITY RESEARCH

COMPANY FLASH

Company Flash

Uzin Utz

Company Update: Gute Perspektiven dank Rekordergebnis und hohen Investitionen

UNTERNEHMEN

Uzin Utz AG

RATING

KAUFEN (UNVERÄNDERT)

KURSZIEL

32,50 EUR (31,50)

HIGHLIGHTS

- Vorläufige Zahlen besser als erwartet:
- EBT 14,4 Mio. EUR (+ 31 %, LBBWe 13,7 Mio. EUR)
- Rekordinvestitionen in 2010 und 2011 stärken Produktivität und Kapazitäten
- Erneute Erhöhung der Gewinnschätzungen für 2010 - 2012 auf 2,20 EUR, 2,45 EUR und 2,70 EUR (alt 2,13 EUR, 2,35 EUR und 2,57 EUR)
- Bekräftigung des Ratings Kaufen mit neuem Kursziel von 32,50 EUR

Gute vorläufige Zahlen: Uzin Utz erzielte 2010 einen Umsatzzanstieg von 7 % auf 134 Mio. EUR und lag damit geringfügig über unseren Erwartungen. Die Ertragskraft konnte deutlich stärker gesteigert werden. Das EBT stieg um beeindruckende 3,4 Mio. EUR auf 14,4 Mio. EUR (LBBWe 13,7 Mio. EUR). Bezogen auf das vierte Quartal betrug der Umsatzzanstieg 11 % auf 45,1 Mio. EUR. Das EBT stieg sogar um fast 70 % auf 2,7 Mio. EUR und lag damit um 0,7 Mio. EUR oder 35 % über unserer Prognose.

Hohe Investitionen: Aufgrund der neuen Gebäude für F+E und die Produktion von flüssigen Klebstoffen stiegen die Investitionen von allerdings krisenbedingt niedrigen 3,1 Mio. EUR auf 7,1 Mio. EUR. 2011 dürften dieser Wert auf über 10 Mio. EUR steigen, ehe ab 2012 wieder eine Normalisierung zu erwarten ist.

Erhöhung der Schätzungen: Wir erhöhen zum wiederholten Male unsere Gewinnschätzungen. Unsere neue Gewinnkette für 2010 bis 2012 lautet 2,20 EUR, 2,45 EUR und 2,75 EUR (alt 2,13 EUR, 2,35 EUR und 2,57 EUR).

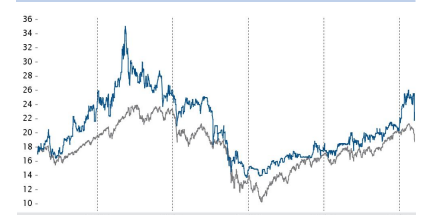
Neues Kursziel: Wir haben unsere Bewertungsmodelle aktualisiert und kommen auf ein neues Kursziel von 32,50 EUR (alt 31,50 EUR). Aufgrund der unverändert guten Perspektiven und der attraktiven Bewertung bekräftigen wir unser Rating Kaufen.

+++ Reuters: UZUG +++ Bloomberg: UZU GY +++

Aktueller Kurs (XETRA (Germany); 17.03.11; 09:02 h)	22,70 EUR
SCHLUSSKURS (16.03.2011):	22,88 EUR
ERWARTETE PERFORMANCE:	42,0%
MARKTKAPITALISIERUNG:	97,65 Mio. EUR
ENTERPRISE VALUE:	143,01 Mio. EUR
ANZAHL AKTIEN:	4,27 Mio.
FREE FLOAT:	24,0%
INDEX (GEWICHTUNG):	CDAX (0 %)
DURCH. HANDELSVOL.:	1.219
ISIN:	DE0007551509
SEKTOR:	Bau

KENNZAHLEN (31.12.)	2010E	2011E	2012E
Unternehmensdaten in Mio. EUR, Zahlen je Aktie in EUR			
Umsatz	184,0	200,0	210,0
EBITDA	22,8	24,6	26,7
EBIT	17,1	18,4	20,2
Nettoergebnis	9,4	10,4	11,7
Freier Cash-flow	8,9	2,8	9,9
FCF Rendite	9,2 %	2,9 %	10,2 %
EPS	2,20	2,45	2,75
Dividende	1,00	1,00	1,10
EV / Umsatz	0,8	0,7	0,7
EV / EBITDA	6,3	5,8	5,4
EV / EBIT	8,4	7,8	7,1
KGV	9,2	9,4	8,3
KBV	1,14	1,19	1,09
Dividendenrendite	4,9 %	4,4 %	4,8 %

KURSENTWICKLUNG



Quelle: Uzin Utz, LBBW Research, Thomson Reuters

KALENDER

12.04.11 Quartalsbericht



Hans-Peter Kuhlmann, DVFA
Investmentanalyst
+49 711 127-70563
Hans-Peter.Kuhlmann@LBBW.de

Unternehmensdaten Finanzkennzahlen

Uzin Utz

Fazit Schätzungsänderungen (Mio. EUR)

GuV	2010E			2011E			2012E		
	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ
Umsatz	183,0	184,0	0,5%	200,0	200,0	0,0%	210,0	210,0	0,0%
EBITDA	22,2	22,8	2,7%	23,9	24,6	2,9%	25,6	26,7	4,3%
EBIT	16,5	17,1	3,6%	17,7	18,4	4,0%	19,1	20,2	5,8%
EBT	13,8	14,4	4,3%	15,3	16,0	4,6%	16,7	17,8	6,6%
Ergebnis nach Steuern	9,2	9,5	3,3%	10,1	10,5	4,0%	11,1	11,8	6,3%
Nettoergebnis	9,1	9,4	3,3%	10,0	10,4	4,0%	10,9	11,7	7,3%
Je Aktie (EUR)	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ
EPS	2,13	2,20	3,3%	2,35	2,45	4,3%	2,57	2,75	7,0%
Cash Flow pro Aktie	0,81	2,10	159,3%	1,48	0,66	-55,4%	2,40	2,33	-2,9%
Dividende	1,00	1,00	0,0%	1,10	1,00	-9,1%	1,20	1,10	-8,3%

Quelle: Uzin Utz, LBBW Research

Ausgewählte Kennzahlen von Uzin Utz (Mio. EUR)

Gewinn- und Verlustrechnung (Mio. EUR)	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Umsatz	152,1	166,1	177,4	172,2	184,0	200,0	210,0
Bruttoergebnis	152,1	166,1	177,4	172,2	184,0	200,0	210,0
EBITDA	18,1	19,2	18,7	18,7	22,8	24,6	26,7
EBIT	13,2	14,3	13,4	13,3	17,1	18,4	20,2
EBT	11,0	12,0	10,5	11,0	14,4	16,0	17,8
Nettoergebnis	8,3	8,6	7,8	7,1	9,4	10,4	11,7
EPS	1,94	2,01	1,84	1,67	2,20	2,45	2,75
Wachstumsrate yoy							
Umsatz	9,2%	6,8%	-2,9%	6,8%	8,7%	5,0%	
Bruttoergebnis	9,2%	6,8%	-2,9%	6,8%	8,7%	5,0%	
EBITDA	6,1%	-2,7%	0,0%	21,8%	8,0%	8,5%	
EBIT	8,6%	-6,5%	-0,8%	28,4%	7,8%	9,8%	
EBT	9,2%	-12,9%	4,6%	31,5%	10,8%	11,3%	
Nettoergebnis	3,9%	-8,7%	-9,0%	31,5%	10,9%	12,5%	
EPS	3,6%	-8,5%	-9,2%	31,7%	11,4%	12,2%	
Umsatzmargen							
EBITDA	11,9%	11,6%	10,5%	10,9%	12,4%	12,3%	12,7%
EBIT	8,7%	8,6%	7,6%	7,7%	9,3%	9,2%	9,6%
EBT	7,2%	7,2%	5,9%	6,4%	7,8%	8,0%	8,5%
Nettoergebnis	5,4%	5,2%	4,4%	4,1%	5,1%	5,2%	5,6%
Bilanz (Mio. EUR)							
Geschäfts- oder Firmenwert	19,9	25,2	26,5	26,5	26,5	26,5	26,5
Aktivierte Entwicklungskosten	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Sachanlagen	54,6	58,2	58,5	56,7	57,7	63,5	63,5
Sonstige Finanzanlagen	0,0	1,1	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
Net Working Capital	26,8	32,3	31,8	28,6	29,3	31,2	32,6
Liquide Mittel	6,7	9,9	14,4	15,2	16,7	12,4	13,2
Gesamte Finanzverbindlichkeiten	50,7	64,3	68,5	58,1	53,2	50,2	45,2
Eigenkapital	54,5	60,7	64,7	69,0	75,6	81,6	88,9
Anteile anderer Gesellschafter	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,7
Nettoverschuldung / (Nettoliquidität) GJ-Ende	44,0	54,4	54,1	42,9	36,5	37,8	31,9
Kapitalflussrechnung (Mio. EUR)							
Nettoergebnis	8,3	8,6	7,8	7,1	9,4	10,4	11,7
Abschreibungen	4,9	4,9	5,3	5,4	5,7	6,2	6,5
Veränderung Working Capital	-2,6	-5,5	0,5	3,2	-0,7	-1,9	-1,4
Operativer Cash-flow	11,4	9,8	10,9	16,9	15,2	14,4	15,9
Investitionen in das Sachanlagevermögen	-6,9	-6,3	-4,7	-2,8	-6,7	-12,0	-6,5
Freier Cash-flow	4,7	4,1	6,5	15,1	8,9	2,8	9,9
Dividendenzahlung	-3,2	-3,8	-3,8	-2,6	-2,6	-4,3	-4,3
Veränderung in den liquiden Mitteln	3,0	-6,5	0,4	6,3	1,8	-4,0	1,1
Bewertungskennzahlen							
EV / Umsatz	1,0	1,0	0,6	0,7	0,8	0,7	0,7
EV / EBITDA	8,0	8,6	6,1	6,2	6,3	5,8	5,4
EV / EBIT	11,0	11,6	8,6	8,7	8,4	7,8	7,1
KGV	12,1	12,9	8,0	10,5	9,2	9,4	8,3
KBV	1,8	1,8	1,0	1,1	1,1	1,2	1,1
Return on Equity	15,1%	14,1%	12,0%	10,2%	12,5%	12,9%	13,3%
Dividendenrendite	3,8%	3,5%	4,2%	3,5%	4,9%	4,4%	4,8%
FCF Rendite	4,7%	3,7%	10,4%	20,1%	9,2%	2,9%	10,2%
Bilanzkennzahlen							
Nettoverschuldung zu EBITDA	2,4	2,8	2,9	2,3	1,6	1,5	1,2
Verschuldungsgrad	80,9%	89,6%	83,6%	62,2%	48,2%	46,3%	35,9%
Zinsdeckung (EBIT/Zinsaufwand)	5,7	5,6	4,0	5,1	6,1	6,9	7,6

Quelle: Uzin Utz, LBBW Research

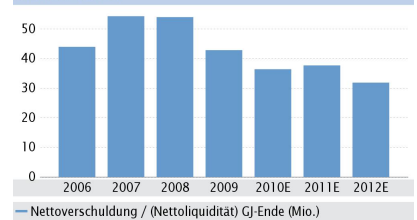
GUIDANCE - UZIN UTZ

Das Management erwartet ein deutlich positives und deutlich über Vorjahr liegendes Jahresergebnis.

Ergebniskennzahlen



Bilanzkennzahlen



Bewertung



Quelle: Uzin Utz, LBBW Research

RESEARCH TEAM

Bernd Müll, CFA, Investment Analyst
+49 711 127-70575, bernd.muell@lbbw.de

Barbara Ambrus, Investment Analyst
+49 711 127-73461, barbara.ambrus@lbbw.de

Per-Ola Hellgren, Investment Analyst
+49 711 127-42803, per-ola.hellgren@lbbw.de

Hans-Peter Kuhlmann, DVFA, Investment Analyst
+49 711 127-70563, hans-peter.kuhlmann@lbbw.de

Iris Schäfer, Investment Analyst
+49 711 127-74024, iris.schaefer@lbbw.de

Investment Case

Zusammenfassung

Uzin Utz

2010 erzielte Uzin Utz ein Rekordergebnis und stärkte zugleich mit hohen Investitionen die Zukunft. Durch den Neubau der Produktionskapazitäten für flüssige Klebstoffe wird die Produktivität spürbar erhöht und die Kapazitäten ausgeweitet. Daher erwarten wir einen nachhaltigen Aufwärtstrend und haben unsere Schätzungen ein weiteres Mal nach oben korrigiert. Wir halten die Aktie mit einem KGV von 8,3 auf Basis der 2012er Gewinnschätzungen für attraktiv bewertet. Für die Gesellschaft spricht auch die Dividendenrendite, die 2011 bei über 4 % liegen dürfte. Wir bekräftigen unser Rating Kaufen und erhöhen unser Kursziel auf 32,50 EUR.

Earnings summary: Uzin Utz erzielte im vergangenen Jahr 2010 Rekordergebnisse. Der Umsatz wuchs um solide 7 % und das Ergebnis vor Steuern stieg deutlich überproportional um 31 % aufgrund der verbesserten Kostenstruktur an. Aufgrund der erfolgreichen Expansion im Ausland sowie der anziehenden Wohnungsbaukonjunktur in Deutschland erwarten wir nachhaltig gute Perspektiven und erhöhen unsere Gewinnschätzung zum wiederholten Mal. Unsere neue Gewinnkette lautet 2,20 EUR, 2,45 EUR und 2,75 EUR für 2010 bis 2012.

Valuation summary: Die Bewertung erscheint uns mit einem KGV 2012e von gut 8 und einer Dividendenrendite von knapp 5 % weiter attraktiv. Unsere überarbeiteten Bewertungsmodelle ergeben ein neues Kursziel von 32,5 0 EUR (alt 31,50 EUR).

Hauptrisiken für unseren Investmentcase: Die wesentlichen Risiken für unseren Investmentcase sehen wir in einem beschleunigten Anstieg der Rohstoffpreise, was das weltweite Wachstum abwürgen könnte. Die hohe Verschuldung der Industrieländer beinhalten ebenfalls vergleichbare Risiken.

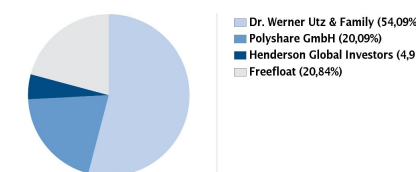
Unternehmensprofil

Uzin Utz ist ein Spezialist für Produkte rund um die Verlegung und Bearbeitung von Böden aller Arten. Dazu gehören Klebstoffe, Trockenmörtel, Spachtelmassen, Lacke, Pflegemittel und auch professionelle Maschinen für die Bodenverlegung. Die mittelständische Familiengesellschaft ist ein Vorreiter bei innovativen ökologischen Produkten und beliefert fast ausschließlich das professionelle Handwerk. In den letzten Jahren ist die Gesellschaft durch regelmäßige Akquisitionen zum Komplettanbieter rund um die professionelle Bodenbe- und -verarbeitung geworden und expandiert zügig weltweit mit einem Umsatzanteil im Ausland von inzwischen rd. 54 %.

PROS	
+	Innovativer Systemanbieter für Bodenverlegungsprodukte
+	Ökologisch ausgerichtete Produktpalette
+	Enge Verbundenheit und hoher Bekanntheitsgrad im Handwerk
+	Erfolgreich und nachhaltig geführtes Familienunternehmen
+	Attraktive Bewertung und Dividenrendite

CONS	
-	Geringe Bekanntheit bei Endkunden
-	Wettbewerber z.T.große, internationale Konzerne
-	Geringer Free Float

Aktionärsstruktur



Quelle: LBBW Research

Aktuelle Geschäftsentwicklung

Kernthemen

Uzin Utz

Vorläufige Zahlen (EUR Mio.)	2010	2009	YoY (%)	LBBWe	%
Umsatz	184,0	172,2	7%	183,0	1%
EBIT	17,1	13,3	28%	16,5	3%
EBT	14,4	11,0	31%	13,8	4%

Quelle: LBBW Research, Uzin Utz

Auf Gesamtjahresbasis erzielte Uzin Utz beim einen soliden Anstieg um 7 %, der leicht über unseren Erwartungen lag. Das Ergebnis vor Steuern konnte um beeindruckende 31 % gesteigert werden und erreichte damit in der hundertjährigen Geschichte der Gesellschaft einen Rekordwert. Unsere Schätzung, die wir bereits im Laufe des letzten Jahres mehrfach angehoben hatte, wurde um 4 % übertroffen.

Quartalsvergleich (EUR Mio.)	Q4 10	Q4 09	YoY (%)	LBBWe	%
Umsatz	45,1	40,5	11%	44,1	2%
EBIT	3,3	1,8	81%	2,7	21%
EBT	2,7	1,7	64%	2,1	27%

Quelle: LBBW Research, Uzin Utz

Auf Quartalsbasis sehen die Werte wesentlich beeindruckender aus. Der Umsatz konnte gegenüber dem Vorjahresquartal um 11 % gesteigert werden, das EBT sogar um 64 %. Damit wurden unsere Schätzungen um 27 % übertroffen.

Die gute Entwicklung wurde im Wesentlichen durch die deutsche Muttergesellschaft Uzin Utz AG, der JP Coatings GmbH, der Tochtergesellschaft in der Schweiz sowie weiteren Auslandsgesellschaften erzielt. Wir gehen davon aus, dass sich die meisten Auslandsgesellschaften positiv entwickelt haben. Einzig die Aktivitäten in den besonders hoch verschuldeten Ländern Griechenland, Irland, Portugal und Spanien dürften unter der Schuldenkrise gelitten haben, wobei diese Länder insgesamt keine große Bedeutung im Konzern haben (Umsatzanteil unter 5 % geschätzt).

Eine besondere Rolle dürfte der öffentliche Bau in Deutschland gespielt haben. Hier hatten wir aufgrund des Konjunkturprogramms der Bundesregierung eine hohe Nachfrage für die Renovierung öffentlicher Gebäude erwartet, die gegen Ende des Jahres und besonders 2011 dann wieder fallen sollte. Vorläufige Zahlen des statistischen Bundesamtes weisen 2010 einen Anstieg des öffentlichen Hochbaus um 12,6 % aus, was nach Expertenmeinung schwächer als ursprünglich erwartet war. Uzin Utz dürfte zwar von diesem Anstieg profitiert haben, allerdings deutete die Gesellschaft ebenfalls an, dass die Auswirkungen deutlich unter den Erwartungen blieben. Damit dürfte auch das Rückschlagspotenzial in 2011 geringer ausfallen als ursprünglich von uns erwartet.

Die sehr erfreuliche Geschäftsentwicklung kam im Wesentlichen durch den Anstieg des Wohnungsbaus (+4,4 %) zustande. Hierbei ist zu beachten, dass der Anteil des Wohnungsbaus an den gesamten Bauinvestitionen bei mehr als 57 % liegt, während der öffentliche Hochbau nur einen Anteil von 5,6 % hat. Entsprechend wirkte sich der Anstieg von 4,4 im Wohnungsbau wesentlich stärker auf die Nachfrage bei Uzin Utz als

Aktuelle Geschäftsentwicklung Kernthemen

Uzin Utz

die 12 % im öffentlichen Bau aus.

Uzin Utz berichtete auch eine deutliche Steigerung der Investitionen auf 7,1 Mio. EUR nach 3,1 Mio. im Vorjahr. Ebenso stiegen die Aufwendungen für F+E von 4,7 Mio. EUR auf 5,4 Mio. EUR. Bei den Investitionen muss allerdings beachtet werden, dass der Vorjahreswert durch die Rezession ungewöhnlich niedrig war und der Wert 2010 durch die Neubauaktivitäten (Gebäude für F+E und Neubau der Produktion für flüssige Klebstoffe) in Ulm geprägt war. Wir hatten ursprünglich mit einem höheren Wert von knapp 9 Mio. EUR gerechnet. Leichte Verzögerungen bei den Neubauten in Ulm sowie eine größere Investition bei der sehr erfolgreichen holländischen Tochter führen dazu, dass der Investitionshöhepunkt nun im laufenden Jahr mit rd. 12 Mio. EUR liegen dürfte. Danach rechnen wir mit einer Normalisierung der Investitionen auf rd. 7 Mio. EUR p.a..

Finanzkennzahlen

Gewinnperspektiven

Uzin Utz

LBBW-Prognosen: (Mio. EUR)	2010e			2011e			2012e		
	Neu	Alt	%	Neu	Alt	%	Neu	Alt	%
Umsatz	184,0	183,0	1%	200,0	200,0	0%	210,0	210,0	0%
EBITDA	22,8	22,5	1%	24,6	23,9	3%	26,7	25,6	4%
EBIT	17,1	16,5	3%	18,4	17,7	4%	20,2	19,1	6%
EBT	14,4	13,8	4%	16,0	15,3	4%	17,8	16,7	6%
Ber. Nettoergebnis	9,4	9,2	2%	10,4	10,1	3%	11,7	11,1	5%
Gewinn je Aktie (EUR, verwässert)	2,20	2,13	3%	2,45	2,35	4%	2,75	2,57	7%
Dividende je Aktie (EUR)	1,00	1,00	0%	1,00	1,10	-9%	1,10	1,10	0%

Quelle: LBBW Research

Wir haben aufgrund der besser als erwarteten Zahlen sowie der guten Perspektiven unsere Ergebnisschätzungen erneut angehoben. Die Umsatzzschätzungen lassen wir dabei unverändert. Bei dem Sprung auf 200 Mio. EUR 2011 ist die Erstkonsolidierung der norwegischen Lokken A.S. mit einem Umsatz von gut 6 Mio. EUR zu berücksichtigen (s. auch unseren Flash vom 21.1.2011).

Operativ erwarten wir in den nächsten Jahren unverändert eine erfreuliche Entwicklung in Deutschland basierend auf einem stabilen Renovierungsgeschäft und einem Anziehen der Wohnungsbautätigkeit. Dazu rechnen wir mit Wachstum in Zentraleuropa, Osteuropa sowie in Übersee (insbesondere China), während in den hochverschuldeten Ländern wie Griechenland, Irland, Portugal und Spanien wohl nur mit einer Stagnation zu rechnen ist.

Analog zur höheren Basis 2010 heben wir unsere EBIT-Schätzung für 2011 um rd. 4 % an. 2012 erhöhen wir unsere EBIT-Prognose stärker um 6 %, da wir eine gegenüber dem Vorjahr erhöhte Wachstumsrate von 10 % (nach 8 % 2011e) erwarten. Grund ist der dann ganzjährig zur Verfügung stehende Neubau der Produktion für flüssige Klebstoffe in Ulm. Wir gehen dabei von einer moderaten Konjunkturerholung aus und erwarten nicht, dass die hohe Verschuldung der Industriestaaten oder die Erdbebenschäden in Japan zu einer Rezession in Europa führen werden.

Bei der Dividende schätzen wir für 2010 aufgrund der besseren Ertragslage und des hundertjährigen Jubiläums der Uzin Utz AG einen deutlichen Anstieg von 0,62 EUR auf mindestens 1,00 EUR. Allerdings ist auch das hohe Investitionsprogramm zu berücksichtigen. Daher haben wir für 2011 unsere Dividendenschätzung von 1,10 EUR auf 1,00 EUR reduziert, da die Investitionssumme für 2011 entgegen unseren ursprünglichen Annahme nochmals deutlich ansteigen soll. Hierzu tragen die Kosten für die Neubauten in Ulm sowie auch eine größere Investition der sehr erfolgreichen Tochter in den Niederlanden bei. Für 2012 haben wir unsere Dividendenschätzung von 1,10 EUR unverändert gelassen. Das Investitionsprogramm sollte bis dahin abgearbeitet sein, so dass die Gesellschaft bei sich normal entwickelnder Weltwirtschaft wieder mindestens 40 % des Ergebnisses ausschütten dürfte.

Bewertung

Berechnung Fairer Wert

Uzin Utz

Wir wenden bei Uzin Utz unsere üblichen beiden Bewertungsmodelle Multiplikatorbewertung und DCF-Modell an. Die Gesellschaft ist bei allen Multiplikatoren spürbar niedriger als der Markt bewertet, was wir in Anbetracht der relativ stabilen Gewinnentwicklung für nicht angemessen halten. Entsprechend ergibt sich ein fairer Wert je Aktie von 28,5 EUR nach unserer Multiplikatorbewertung. Das DCF-Modell, das stärker langfristige Parameter berücksichtigt, weist einen Eigenkapitalwert von mehr als 36 EUR auf. Der Mittelwert aus beiden Modellen beträgt 32,50 EUR und bietet u.E. ein attraktives Kurspotenzial von über 40 %.

Peer group Vergleich

	Kurs	EV/EBITDA		EV/EBIT		EBIT-Marge		KGV		
		16.03.11	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011
Forbo *	CHF	618,00	7,9	8,0	10,4	10,9	10,4%	9,4%	8,6	11,5
H.B. Fuller *	USD	20,37	8,0	6,9	11,0	9,7	8,1%	8,5%	12,4	11,4
Henkel	EUR	41,77	8,9	8,2	11,4	10,0	11,4%	12,2%	14,8	12,8
RPM International *	USD	21,99	8,8	8,0	10,7	9,6	11,4%	12,2%	15,9	13,9
Sika *	CHF	1.947	7,7	7,0	10,1	9,0	10,0%	10,5%	15,6	14,1
Mittelwert			8,3	7,6	10,7	9,9	10,3%	10,6%	13,5	12,7
Median			8,0	8,0	10,7	9,7	10,4%	10,5%	14,8	12,8
Uzin Utz	EUR	22,88	6,3	5,8	8,4	7,8	9,3%	9,2%	10,4	9,4
Differenz zum Median			-21,9%	-27,6%	-21,7%	-20,3%	-10,7%	-12,7%	-30,0%	-27,1%

Quelle: LBBW Research, Thomson Reuters

Nach dem jüngsten Kursrutsch in Folge der Katastrophe in Japan sind die Kurse weltweit gesunken, so dass die Bewertungskennzahlen gegenüber unserer letzten Ausarbeitung vom Januar 2011 etwas niedriger sind.

Bewertungsauf-/Abschlag

EV/EBITDA	2010	-22%
EV/EBITDA	2011	-28%
EV/EBIT	2010	-22%
EV/EBIT	2011	-20%
KGV	2010	-30%
KGV	2011	-27%
Durchschnitt		-25%
Kurs (EUR)	16.03.11	22,88
Kursziel anhand Multiplikator-Bewertung (EUR)		28,55

Dies ist auch der Hauptgrund, warum der Wert aus unserem Modell leicht von 29,91 EUR auf 28,55 EUR gesunken ist. Dabei ist der durchschnittliche Abschlag von Uzin Utz gegenüber der Peergroup auf 25 % angestiegen, was wir nicht für gerechtfertigt halten.

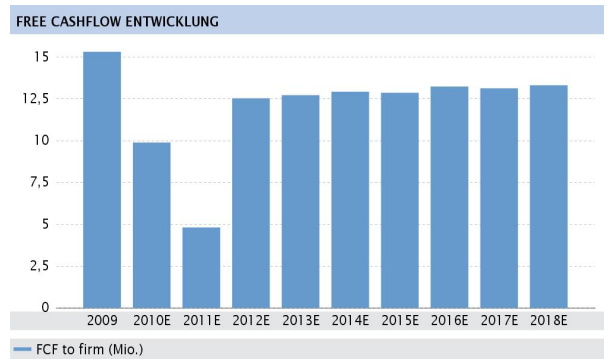
Bewertung DCF-Modell

Uzin Utz

ANNAHMEN		STEADY STATE	
Risikofreier Zinssatz	3,1 %	Steady State Jahr	2018
Risikoprämie	5,5 %	Wachstum Terminal Value	1,5 %
Beta	1,1	EBIT-Marge	9,0 %
Eigenkapitalkosten	9,2 %	Abschreibungsquote	2,8 %
Fremdkapitalkosten	4,3 %	Investitionsquote	3,1 %
Eigenkapitalquote (Ziel)	70,0 %	Net Working Capital-Quote	15,5 %
WACC (in %)	7,7 %	CAGR Umsatz 2009 bis 2018	4,0 %

FREE CASHFLOW (Mio. EUR)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Umsatz	172,2	184,0	200,0	210,0	218,4	226,0	232,8	237,5	241,0	244,7
Wachstum yoy		6,8 %	8,7 %	5,0 %	4,0 %	3,5 %	3,0 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
EBIT vor Goodwill	13,3	17,1	18,4	20,2	20,5	20,8	21,0	21,4	21,7	22,0
EBIT-Marge	7,7 %	9,3 %	9,2 %	9,6 %	9,4 %	9,2 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %
- Steuern auf das EBIT	4,7	5,8	6,3	6,7	6,9	7,0	7,0	7,2	7,3	7,4
Steuerquote	35,4 %	34,2 %	34,1 %	33,4 %	33,5 %	33,5 %	33,5 %	33,5 %	33,5 %	33,5 %
= NOPAT	8,6	11,2	12,1	13,5	13,7	13,8	13,9	14,2	14,4	14,6
+ Abschreibungen	5,4	5,7	6,2	6,5	6,8	7,0	7,2	7,1	6,7	6,8
Abschreibungsquote	3,1 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %	3,0 %	2,8 %	2,8 %
- Investitionen (CAPEX)	1,9	6,3	11,6	6,0	6,5	6,7	7,2	7,4	7,5	7,6
in % vom Umsatz	1,1 %	3,4 %	5,8 %	2,9 %	3,0 %	3,0 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %
NWC	28,6	29,3	31,2	32,6	33,9	35,0	36,1	36,8	37,4	37,9
in % vom Umsatz	16,6 %	15,9 %	15,6 %	15,5 %	15,5 %	15,5 %	15,5 %	15,5 %	15,5 %	15,5 %
delta NWC		0,7	1,9	1,4	1,2	1,2	1,1	0,7	0,6	0,6
Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in % vom Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
delta Rückstellungen		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF to firm	15,3	9,9	4,8	12,5	12,7	12,9	12,9	13,2	13,1	13,3
in % vom Umsatz	8,9 %	5,4 %	2,4 %	6,0 %	5,8 %	5,7 %	5,5 %	5,6 %	5,5 %	5,4 %
Discounted free cashflow	n.a.	10,1	4,5	11,0	10,3	9,8	9,0	8,6	7,9	7,5

WERT JE AKTIE (Mio. EUR)	
Barwert Free Cash-flow Planungsjahre	71,2
+ Barwert Terminal Value	129,4
= Enterprise Value	200,6
Anteil des Terminal Value am Enterprise Value	64,5 %
- Nettofinanzverschuldung	42,9
- Anteile Dritter	0,3
- Pensionsrückstellungen	2,2
+ Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	0,0
+ Sonstige	0,0
= Marktkapitalisierung	155,2
/ Anzahl Aktien (Mio.)	4,26
= Wert je Aktie (EUR)	36,48



Wir benutzen ein dreistufiges DCF-Modell. In den ersten drei Jahren (Phase I) schätzen wir konkret die Entwicklung des jährlichen Cashflows. In der Phase II (Jahre 4 bis 9) passen wir die aktuellen Wachstumsannahmen an die Entwicklung in der sogenannten ewigen Rente (Phase III) an, in der wir kein überdurchschnittliches Umsatz- und Ertragswachstum mehr erwarten.

Bewertung

DCF-Modell

Uzin Utz

Im Vergleich zu unserer letzten bewertungsrelevanten Ausarbeitung haben wir neben der Erhöhung der Gewinn- und Cashflow-Schätzungen einige Parameter geändert. Da Uzin Utz bereits 2010 eine spürbar höher als erwartete EBIT-Marge von 9,3 % erzielt hat und diese weiter steigern dürfte, halten wir unsere ursprüngliche Annahme von einer EBIT-Marge von 8,5 % in der ewigen Rente für zu niedrig. Wir haben diese daher auf 9 % erhöht und liegen damit immer noch unter dem aktuellen Wert. Dadurch steigt der Unternehmenswert um grob 2 EUR je Aktie.

Daneben haben wir die aktuellen Zinssätze angepasst. So erhöht sich der risikofreie Zins von 3,0 % auf 3,1 % und die Risikoprämie des Kapitalmarktes von 5,3 % auf 5,5 %.

Insgesamt steigt der Eigenkapitalwert unseres DCF-Modells von 33,40 EUR auf rd. 36,50 EUR an.

Kurszielberechnung

Kursziel Peergroup - Vergleich (50 % Gewicht)	28,55
Fairer Wert DCF-Modell (50 % Gewicht)	36,48
Kursziel	32,51
Kursziel gerundet	32,50

Aufgrund der höheren DCF-Bewertung ergibt sich als Mittel aus unseren beiden Bewertungsmodellen ein neues Kursziel von 32,50 EUR, das leicht über dem alten Wert von 31,50 EUR liegt.

EQUITY RESEARCH

COMPANY FLASH

Anhang

Finanzkennzahlen: Gewinn- und Verlustrechnung

Uzin Utz

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG (Mio. EUR)	2008	2009	2010e	2011e	2012e	CAGR 08-12E
Umsatz	177,4	172,2	184,0	200,0	210,0	
Bestandsveränderungen	0,1	-0,8	0,0	0,0	0,0	
Gesamtleistung	177,5	171,4	184,0	200,0	210,0	
Materialaufwand	-78,7	-73,2	-78,8	-89,2	-94,4	
Rohertrag	98,8	98,2	105,2	110,8	115,6	
Marge	55,7 %	57,3 %	57,2 %	55,4 %	55,0 %	
Personalaufwand	-43,7	-45,5	-48,0	-50,0	-52,0	
Sonstige betriebliche Erträge	3,3	2,4	2,9	3,1	3,2	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-39,7	-36,4	-37,3	-39,3	-40,1	
EBITDA	18,7	18,7	22,8	24,6	26,7	
Wachstum yoy		0,0 %	21,8 %	8,0 %	8,5 %	9,31 %
Marge	10,5 %	10,9 %	12,4 %	12,3 %	12,7 %	
Abschreibungen	-5,3	-5,4	-5,7	-6,2	-6,5	
EBIT	13,4	13,3	17,1	18,4	20,2	
Wachstum yoy		-0,8 %	28,4 %	7,8 %	9,8 %	10,81 %
Marge	7,6 %	7,7 %	9,3 %	9,2 %	9,6 %	
Zinserträge	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	
Zinsaufwand	-3,4	-2,6	-2,8	-2,7	-2,7	
Beteiligungsergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
EBT	10,5	11,0	14,4	16,0	17,8	
Marge	5,9 %	6,4 %	7,8 %	8,0 %	8,5 %	
Ertragsteuern	-2,7	-3,9	-4,9	-5,4	-5,9	
Ertragsteuersatz	26,0 %	35,4 %	34,2 %	34,1 %	33,4 %	
Ergebnis nach Steuern	7,7	7,1	9,5	10,5	11,8	
Wachstum yoy		-8,6 %	34,0 %	10,9 %	12,5 %	11,16 %
Marge	4,4 %	4,1 %	5,2 %	5,3 %	5,6 %	
Minderheiten	0,1	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Nettoergebnis	7,8	7,1	9,4	10,4	11,7	
Wachstum yoy		-9,0 %	31,5 %	10,9 %	12,5 %	10,55 %
Marge	4,4 %	4,1 %	5,1 %	5,2 %	5,6 %	
Bereinigte Aktienanzahl für die EPS-Berechnung	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	
Gewinn je Aktie	1,84	1,67	2,20	2,45	2,75	
Dividende	0,62	0,62	1,00	1,00	1,10	

Quelle: Uzin Utz, LBBW Research

Anhang

Finanzkennzahlen: Bilanz

Uzin Utz

BILANZ (Mio. EUR)	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Summe Aktiva	162,5	156,5	162,4	167,1	170,7
Sachanlagen	58,5	56,7	57,7	63,5	63,5
Geschäfts- oder Firmenwert	26,5	26,5	26,5	26,5	26,5
Übrige immaterielle Vermögenswerte	6,8	6,3	6,3	6,3	6,3
Anlageimmobilien	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Aktive latente Steuern	1,4	1,6	1,6	1,6	2,1
Sonstige Finanzanlagen	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8
Anlagevermögen	97,1	94,8	95,8	101,6	102,1
Vorräte	21,7	20,1	22,0	23,4	24,4
Forderungen aus Lief. und Leistungen	24,0	22,7	24,0	25,6	26,6
Sonstige Ford. und Vermögenswerte	5,2	3,6	3,8	4,1	4,2
Liquide Mittel	14,4	15,2	16,7	12,4	13,2
Umlaufvermögen	65,4	61,6	66,5	65,5	68,5
Summe Passiva	162,5	156,5	162,4	167,1	170,7
Grundkapital	12,8	12,8	12,8	12,8	12,8
Kapitalrücklagen	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6
Gewinnrücklagen	38,3	42,8	49,5	55,6	63,1
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Anteile anderer Gesellschafter	-0,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,7
Eigenkapital	64,7	69,0	75,6	81,6	88,9
Finanzverbindlichkeiten	35,6	33,9	31,0	29,0	27,0
Langfristige Pensionsrückstellungen	1,8	2,2	2,4	2,4	2,4
Passive latente Steuern	7,9	8,5	9,5	9,5	9,5
Sonstige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	0,4	0,8	1,2	1,6	2,0
Langfristige Verbindlichkeiten	45,7	45,4	44,1	42,5	41,0
Verbindlichkeiten aus Lief. und Leistungen	6,2	5,5	7,0	7,5	7,7
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	32,9	24,2	22,2	21,2	18,2
Kurzfristige Rückstellungen	8,1	7,8	8,5	9,1	9,4
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	4,9	4,6	5,0	5,3	5,5
Kurzfristige Verbindlichkeiten	52,1	42,0	42,7	43,0	40,8

Quelle: Uzin Utz, LBBW Research

Anhang

Finanzkennzahlen: Kapitalflussrechnung

Uzin Utz

KAPITALFLUSSRECHNUNG (Mio. EUR)	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Ergebnis nach Steuern	7,7	7,1	9,5	10,5	11,8
Abschreibungen	5,3	5,4	5,7	6,2	6,5
Veränderungen der langfristigen Rückstellungen	0,3	0,3	0,2	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	0,5	3,2	-0,7	-1,9	-1,4
Sonstige Veränderungen (operativer Cashflow)	-2,9	0,9	0,6	-0,4	-1,0
Operativer Cash-flow	10,9	16,9	15,2	14,4	15,9
Wachstum yoy		54,9 %	-9,9 %	-5,4 %	10,4 %
Investitionen in das Anlagevermögen	-4,4	-1,9	-6,3	-11,6	-6,0
Abgänge/Desinvestitionen	0,5	1,1	0,0	0,0	0,0
Investitionen/Desinvestitionen Finanzanlagen	-2,6	0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstige Veränderungen invest. Cash-flow	-2,9	-2,4	0,0	n.a.	n.a.
Cash-flow aus Investitionstätigkeit	-9,4	-3,0	-6,3	-11,6	-6,0
Mittelabfluss/-zufluss aus Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenzahlung	-3,8	-2,6	-2,6	-4,3	-4,3
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	4,2	-10,4	-4,9	-3,0	-5,0
Sonstige Veränderungen finanz. Cash-flow	-1,4	5,3	0,4	0,4	0,4
Cash-flow aus Finanzierungstätigkeit	-1,1	-7,7	-7,2	-6,8	-8,8
Veränderung in den liquiden Mitteln	0,4	6,3	1,8	-4,0	1,1
Liquide Mittel am Periodenbeginn	-6,6	-6,2	0,1	1,9	-2,1
Liquide Mittel am Periodenende	-6,2	0,1	1,9	-2,1	-1,0
Freier Cash-flow	6,5	15,1	8,9	2,8	9,9
Cash Earnings pro Aktie	3,08	2,94	3,54	3,90	4,28

* Uzin Utz zählt Kontokorrentkredite zu den liquiden Mitteln, so dass die Position nicht vergleichbar mit der Bilanzposition ist.

Quelle: Uzin Utz, LBBW Research

Anhang-1

1/2

Die LBBW unterliegt der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Bonn/Frankfurt.

LBBW Research Rating-Systematik (absolutes Aktienrating-System)

Aktienrating-Definitionen:

Kaufen:	Bezogen auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten empfehlen wir Investoren den Kauf der Aktie.
Verkaufen:	Bezogen auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten empfehlen wir Investoren den Verkauf der Aktie.
Halten:	Wir haben eine neutrale Einstufung der Aktie und empfehlen auf Sicht von bis zu 12 Monaten weder den Kauf noch den Verkauf der Aktie.
Unter Beobachtung:	Das Rating wird derzeit von uns überarbeitet.
Ausgesetzt:	Eine Beurteilung des Unternehmens ist momentan nicht möglich.

Prozentuale Verteilung aller aktuellen Aktienratings der LBBW

Kaufen:	49,0%
Verkaufen:	5,6%
Halten:	43,9%
Unter Beobachtung:	0,5%
Ausgesetzt:	1,0%

Anmerkungen: Das Rating-System vor dem 6. April 2009 lautete:

Kaufen: Das Kurspotenzial der Aktie beträgt mindestens 10%. Halten: Das Kurspotenzial der Aktie liegt zwischen 0% bis 10%. Verkaufen: Es wird eine negative Kursentwicklung der Aktie erwartet. Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 6 Monaten.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Die LBBW hat Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden oder angemessen zu behandeln. Dabei handelt es sich insbesondere um:

- institutsinterne Informationsschranken, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenkonflikte der LBBW begründen können,
- das Verbot des Eigenhandels in Papieren für die oder für deren Emittenten die betreffenden Mitarbeiter Finanzanalysen erstellen und
- die laufende Überwachung der Einhaltung gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle.

Aktuelle Angaben gemäß §5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV finden Sie unter <http://www.LBBW.de/finanzanalyseverordnung>.

Wir weisen darauf hin, dass die LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen

- die Gesellschaft am Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen betreuen
- eine Vereinbarung über das Erstellen von Finanzanalysen über den Emittenten oder dessen Finanzinstrumente getroffen haben

Anhang-1

2/2

Kurs- und Empfehlungs-Historie Uzin Utz am 16.03.2011

