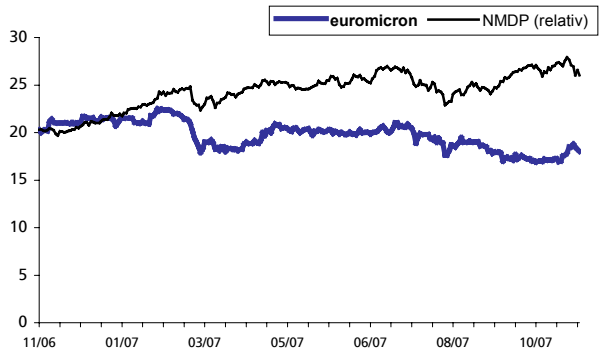
SES RESEARCH

Kaufen (alt: Kaufen) | **Risiko:** mittel | **Kursziel:** EUR 27,00 (alt: EUR 28,50)

Unterbewertet trotz nur moderatem erwarteten Wachstum

Bloomberg:	EUC GY	Kurs:	EUR 18,00
Reuters:	EUCG.DE	Tech-AS:	1.186,48
ISIN:	DE0005660005		
Internet:	www.euromicron.de		
Segment:	Prime Standard/Geregelter Markt		
Branche:	Netzwerk-Systemhaus		



Kursdaten: Bloomberg 15.11.2007 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen:	EUR 22,60 / EUR 16,64
Marktkapitalisierung:	EUR 83,88 Mio.
Aktienzahl:	4,66 Mio.

Aktionäre:	
Streubesitz	56,82%
Longview S.A. Brüssel	11,34%
NordLB	9,80%
BayernLB	6,12%
AvW	5,52%
Credit Suisse	5,36%
Aktieninvestor.com	5,04%

Termine:

Analyse: SES Research
Veröffentlichung: **16.11.2007**
Malte Schaumann (Analyst) **+49-(0)40 309537-17**

Institutionelle Kundenbetreuung: M.M.Warburg & CO

Barbara C. Effler (Head of Equities)	+49-(0)40 3282-2636
Institutional Equity Sales	
Christian Alisch	+49-(0)40 3282-2667
Thomas Dinges	+49-(0)40 3282-2635
Matthias Fritsch	+49-(0)40 3282-2696
Dr. James F. Jackson	+49-(0)40 3282-2664
Oliver Jürgens	+49-(0)40 3282-2666
Benjamin Kassen	+49-(0)40 3282-2630
Marina Konzog	+49-(0)40 3282-2669
Linn Lenné	+49-(0)40 3282-2695
Dirk Rosenfelder	+49-(0)40 3282-2692
Marco Schumann	+49-(0)40 3282-2665
Andreas Wessel	+49-(0)40 3282-2663
Sales Trading	
Oliver Merckel	+49-(0)40 3282-2634
Thekla Struve	+49-(0)40 3282-2668
Gudrun Bolsen	+49-(0)40 3282-2679
Nils Carstens	+49-(0)40 3282-2701
Jörg Treptow	+49-(0)40 3282-2658
Patrick Schepelmann	+49-(0)40 3282-2700
Sales Assistance	
Wiebke Möller	+49-(0)40 3282-2703
Kerstin Muthig	+49-(0)40 3282-2632

Die von euromicron für das 3. Quartal berichteten Umsätze und die EBIT-Größe überschreiten unsere Erwartung. Infolge eines höheren Finanzaufwands sowie aufgrund von Abschreibungen auf latente Steuerguthaben in Höhe von EUR 0,3 Mio. bleibt das Nettoergebnis leicht hinter der Erwartung zurück.

3. Quartal 2007

	berichtet	Prognose	Delta	Vorjahres-wert
Umsatz	**40,4**	**37,5**	7,7%	24,0
EBIT	**2,6**	**2,1**	23,8%	0,6
Marge	*6,4%*	*5,6%*		*2,5%*
Nettoerg.	**1,0**	**1,3**	-23,1%	0,4
Marge	*2,5%*	*3,5%*		*1,7%*
EpA	**0,22**	**0,27**	-18,5%	0,09

EpA in €, andere Angaben in Mio. €

Den Großteil des Ergebnisses erwirtschaftet euromicron aufgrund der Abrechnung von Projekten zum Jahresende im vierten Quartal. Im laufenden Jahr entfallen erwartet knapp 60% des EBIT auf das Schlussquartal (in 2006 lag der korrespondierende Anteil bei 61%). Entsprechend wird auch der **überwiegende Teil des operativen Cash Flows erst in Q4 erzielt**. Die Nettoverschuldung von EUR 41 Mio. zum 30.09.2007 wird hiermit bis auf rund EUR 30 Mio. zum Jahresende verringert.

Mit dem 3. Quartal wurde erstmals die Ende Juni akquirierte cteam (Österreich) konsolidiert. Der Umsatzbeitrag dürfte bei rund EUR 5-6 Mio. in Q3 gelegen haben.

Im dritten Quartal hat euromicron das Fremdkapital neu strukturiert. Nachdem die Finanzverbindlichkeiten zuletzt überwiegend kurzfristiger Natur waren, wurden diese zu einem großen Teil in längerfristige Darlehen überführt. Der langfristige Teil reflektiert die Finanzierung der jüngsten Akquisitionen.

Geschäftsjahresende	12/05	12/06	12/07e	12/08e	12/09e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 18,00 EUR					
Umsatz	114,1	115,9	156,1	176,5	182,6
Rohertragsmarge	*54,0%*	*48,9%*	*51,1%*	*51,3%*	*51,3%*
EBITDA	10,4	9,6	16,2	19,5	20,6
EBITDA-Marge	*9,1%*	*8,3%*	*10,4%*	*11,1%*	*11,3%*
EBIT	8,3	7,7	13,3	16,3	17,5
EBIT-Marge	*7,3%*	*6,6%*	*8,5%*	*9,3%*	*9,6%*
Nettoergebnis	5,6	4,4	7,8	9,6	10,6
Ergebnis je Aktie	1,21	0,94	1,68	2,07	2,27
Dividende je Aktie	0,60	0,70	0,80	1,00	1,10
Dividendenrendite	*3,3%*	*3,9%*	*4,4%*	*5,6%*	*6,1%*
EV/Umsatz	1,01	1,00	0,74	0,65	0,63
EV/EBITDA	11,07	12,03	7,11	5,92	5,60
EV/EBIT	13,91	15,00	8,70	7,07	6,59
KGV	14,88	19,15	10,71	8,70	7,93
ROCE	10,8%	9,0%	13,0%	14,2%	14,8%
Adj. Free Cash Flow Yield	12,0%	7,6%	12,5%	14,4%	15,3%

Trotz der besser als erwartet ausgefallenen Q3-Zahlen haben wir unsere Erwartungen für 2007 und die kommenden Jahre reduziert. Insgesamt sind die wesentlichen Markttreiber der verstärkten notwendigen Investitionen in Netzwerkinfrastruktur sowohl von Unternehmenskunden als auch von Telekommunikationsdienstleistern intakt, was auch durch die Meldung vom 15.11.07 von Arcor belegt wird, ein eigenes VDSL-Netzwerk aufzubauen. Trotz dieses mittel- bis langfristigen Trends zeigen sich einige Marktsegmente mit Verzögerungen bei der Auftragsvergabe. Dies reflektiert unser auf moderate 4-5% p.a. verringertes erwartetes organisches Umsatzwachstum bis 2009. Das Wachstum in 2008 wird zusätzliches durch die erstmalige Vollkonsolidierung von cteam mit einem Jahresumsatz von ca. EUR 30 Mio. getrieben. Auf der Ergebnisseite antizipieren wir ein vorerst erhöhtes Niveau der Holdingkosten, nachdem diese im laufenden Jahr bereits nach 9 Monaten EUR 3,4 Mio. (für 2007 vormalig erwarteter Betrag: EUR 3,5 Mio.) betragen. Diese aggregieren sich aus klassischen Holdingaufwendungen (Verwaltung, Listing-Kosten etc. aber auch durch IFRS verursacht) in Höhe von EUR 2,5 – 3 Mio. sowie zusätzlichen Aufwendungen im Rahmen der erhöhten Akquisitionstätigkeit. Die Gesamtsumme haben wir für das laufende Jahr mit EUR 4,5 Mio. angesetzt mit einer bis auf EUR 3,5 Mio. graduell rückläufigen Entwicklung bis 2009.

Geschäftsjahresende	12/05	12/06	12/07e	12/08e	12/09e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 18,00 EUR					
Umsatz	114,1	115,9	156,1	176,5	182,6
Umsatz (alt)			162,2	189,9	200,3
Delta			-3,7%	-7,1%	-8,8%
EBITDA	10,4	9,6	16,2	19,5	20,6
Marge	*9,14%*	*8,28%*	*10,40%*	*11,05%*	*11,30%*
EBITDA (alt)			17,4	21,6	22,8
Delta			-6,4%	-9,6%	-9,6%
EBIT	8,3	7,7	13,3	16,3	17,5
Marge	*7,27%*	*6,64%*	*8,50%*	*9,25%*	*9,60%*
EBIT (alt)			14,6	18,3	19,7
Delta			-9,1%	-10,8%	-11,0%
Nettoergebnis	5,6	4,4	7,8	9,6	10,6
Marge	*4,95%*	*3,77%*	*5,00%*	*5,46%*	*5,80%*
Nettoergebnis (alt)			8,7	11,3	11,9
Delta			-10,3%	-14,7%	-11,0%
Ergebnis je Aktie	1,21	0,94	1,68	2,07	2,27
Ergebnis je Aktie (alt)			1,87	2,43	2,60
Delta			-10,2%	-14,8%	-12,7%
Dividende je Aktie	0,60	0,70	0,80	1,00	1,10
Dividendenrendite	*3,33%*	*3,89%*	*4,44%*	*5,56%*	*6,11%*
Dividende (alt)			0,85	1,00	1,10
Delta			-5,9%	0,0%	0,0%

Unter Bereinigung der Holdingaufwendungen ergibt sich im laufenden Jahr eine rein operative EBIT-Marge in Höhe von gut 11%. Dies reflektiert die Margenstärke der zuletzt übernommenen Gesellschaften.

Die **Buy-and-Build-Strategie dürfte euromicron weiter vorantreiben**. Mit der Integration der erworbenen Gesellschaften stärkt euromicron das Know-how-Spektrum. Dies führt zu substantiellen Vorteilen im Wettbewerb, da Projektanforderungen im Systemgeschäft durch die Integration verschiedener Netzwerktypen zunehmend komplexer werden. Ein angestrebter annualisierter Umsatz von EUR 180 Mio. lässt darauf schließen, dass bis zum Jahresende eine weitere Akquisition in der Größenordnung eines Umsatzvolumens von bis zu EUR 10 Mio. erwartet wird. Akquisitionen mit weiteren EUR 20 Mio. auf einen annualisierten Umsatz von EUR

200 Mio. werden in 2008 angestrebt. Diese sind in unserem Modell nicht antizipiert. Die Umsetzung dieser Strategie ist positiv. Kaufpreise im Bereich von 3-4x EBIT sowie ein bislang hervorragender Track Record bezüglich der Integration machen die **Strategie in hohem Maße wertschaffend**.

Der Newsflow sollte operativ durch ein traditionell ergebnisstarkes Q4 getrieben werden. Bis zum Jahresende kann die Umsetzung von weiteren Zukäufen den Newsflow stimulieren.

Das **Kursziel liegt bei EUR 27** (alt: EUR 28,50) auf Basis eines DCF-Modells unterstützt von dem Free Cash Flow Yield 2008. Eine erwartete **Dividende von EUR 0,80 pro Aktie limitiert die Downside-Risiken**. Angesichts des signifikanten Bewertungsspielraums lautet das Rating weiterhin Kaufen.

Kennzahlen (euromicron)

GuV (in Mio. EUR)	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatz	115,9	156,1	176,5	182,6
Gesamtleistung	114,9	157,7	178,2	184,5
Materialaufwand	58,2	78,0	87,7	90,8
Rohertrag	56,7	79,7	90,5	93,7
Personalkosten	32,1	43,9	49,4	51,1
Sonstiger betrieblicher Aufwand	14,9	19,6	21,6	21,9
EBITDA	9,6	16,2	19,5	20,6
Abschreibungen	1,9	3,0	3,2	3,1
- davon Goodwill-Abschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	7,7	13,3	16,3	17,5
Finanzergebnis	-0,5	-0,8	-1,6	-1,4
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	7,2	12,5	14,7	16,1
Steuern	2,6	4,4	4,8	5,2
Nettoergebnis vor Minoritäten	4,6	8,1	9,9	10,9
Nettoergebnis	4,4	7,8	9,6	10,6
Ausschüttung	3,3	3,7	4,7	5,1

Cash-Flow	2006	2007e	2008e	2009e
Operativer Cash-Flow	6,3	10,8	12,8	13,7
Free-Cash-Flow	-0,3	-0,3	5,8	8,6
Investitionen	18,1	2,6	2,8	3,0

Bilanz (Mio. EUR)	2006	2007e	2008e	2009e
Sachanlagen	5,4	7,7	8,1	8,8
Immat. Vermögen	54,1	68,8	68,0	67,3
Net Working Capital	26,8	35,8	40,0	42,1
Umlaufvermögen	50,1	59,2	62,7	68,2
Liquide Mittel	8,2	4,1	3,7	4,6
Eigenkapital	66,9	73,6	79,5	85,4
Rückstellungen	2,2	3,4	3,4	3,4
Finanzverbindlichkeiten	20,7	36,0	33,5	30,5
Nettoliquidität	-12,4	-31,9	-29,8	-25,9
Bilanzsumme	109,8	136,2	139,3	144,7
Rechnungslegung	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Geschäftsjahresende	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009

Wachstumsraten	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatz	1,6%	34,7%	13,0%	3,5%
EBITDA	-8,0%	69,1%	20,1%	5,8%
EBIT	-7,3%	72,4%	23,0%	7,4%
EBT	-6,3%	73,6%	18,1%	9,6%
Nettoergebnis	-22,6%	78,7%	23,5%	9,9%
Dividende	16,7%	14,3%	25,0%	10,0%

Kostenintensitäten	2006	2007e	2008e	2009e
Materialaufwand / Umsatz	50,2%	50,0%	49,7%	49,7%
Personalaufwand / Umsatz	27,7%	28,1%	28,0%	28,0%

Kursdaten	
Kurs (EUR)	18,00
Marktkap. (Mio. EUR)	84
Enterprise Value (Mio. EUR)	115

Aktienkennzahlen	2006	2007e	2008e	2009e
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,94	1,68	2,07	2,27
Umsatz je Aktie (EUR)	24,88	33,50	37,87	39,19
Free-Cash-Flow je Aktie (EUR)	-0,06	-0,06	1,25	1,84
Dividende je Aktie (EUR)	0,70	0,80	1,00	1,10

Bewertungskennzahlen	2006	2007e	2008e	2009e
KGV	19,20	10,75	8,70	7,92
KUV	0,72	0,54	0,48	0,46
EV/SALES	1,00	0,74	0,65	0,63
EV/EBITDA	12,03	7,11	5,92	5,60
EV/EBIT	15,00	8,70	7,07	6,59
KBV	1,25	1,14	1,06	0,98
Dividendenrendite	3,9%	4,4%	5,6%	6,1%

Aktienanzahl (Mio.)	2006	2007e	2008e	2009e
Stammaktien ausstehend	4,66	4,66	4,66	4,66
Vorzugsaktien ausstehend				

Rentabilität	2006	2007e	2008e	2009e
EBITDA / Umsatz	8,3%	10,4%	11,1%	11,3%
EBIT / Umsatz	6,6%	8,5%	9,3%	9,6%
EBT / Umsatz	6,2%	8,0%	8,3%	8,8%
Nettoergebnis / Umsatz	3,8%	5,0%	5,5%	5,8%
EK-Rendite	6,5%	10,6%	12,1%	12,4%
GK-Rendite	5,2%	7,5%	8,5%	8,7%
ROCE	9,0%	13,0%	14,2%	14,8%

Unternehmensprofil

Euromicron ist ein führender Komponenten- und Systemanbieter für Netzwerkinfrastruktur. Die Gruppe verfügt über umfaasene Kompetenzen im Bereich optischer Netze. Die breite regionale Aufstellung verschafft der Gruppe eine hohe Vertriebsstärke. Gleichzeitig führt die schlanke Aufstellung zu einer hohen Flexibilität bei der Berücksichtigung von Kundenwünschen. Im Komponentengeschäft fokussiert sich Euromicron auf die Entwicklung und Produktion hochwertiger Komponenten, womit das Unternehmen nicht in Wettbewerb zu Herstellern von Massenware tritt.

Management

Dr. Willibald Späth (CEO, CFO); Dr. Edgar Bernardi (CTO)

Aktionäre	
Streubesitz	56,82%
Longview S.A. Brüssel	11,34%
NordLB	9,80%
BayernLB	6,12%
AvW	5,52%
Credit Suisse	5,36%
Aktieninvestor.com	5,04%

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), SES Research (Prognosen und Kennzahlen), Bloomberg (Kursdaten)

Rechtshinweis: Der Rechtshinweis sowie aktualisierte Veröffentlichungen gemäß § 34b WpHG und FinAnV bezüglich des/der hier analysierten Wertpapiers/Wertpapiere können im Internet unter der Adresse http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer.htm abgerufen werden. Der Rechtshinweis und die Veröffentlichungen sind Bestandteil dieser Analyse und sollten bei Entscheidungen, die auf dieser Analyse beruhen, berücksichtigt werden.

Urheberrechte: Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhaltes oder von Teilen.