



Research Studie



Rekordauftragsbestand sorgt für gute Planbarkeit -

Attraktive Bewertung eröffnet Kurspotential

Fairer Wert: 28,93 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 12

Kaufen

Kursziel: 28,93

aktueller Kurs: 20,80

15.10.2010 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005660005

WKN: 566000

Börsenkürzel: EUC

Aktienanzahl³: 4,969

Marketcap³: 103,36

EnterpriseValue³: 162,80

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 75,4 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:

CBS

Analysten:

Philipp Leipold

leipold@gbc-ag.de

Felix Gode

gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite IV

euromicron AG ^{*5,7}

Unternehmensprofil

Branche: Technologie

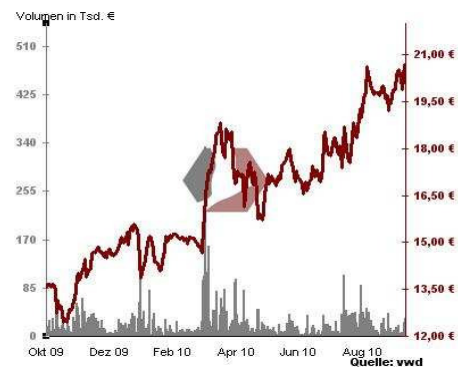
Fokus: Netzwerk- und
Lichtleiterwellentechnologie

Mitarbeiter: 1067 Stand: 30.6.2010

Gründung: 1998

Firmensitz: Frankfurt am Main

Vorstand: Dr. Willibald Späth, Thomas
Hoffmann



Die Euromicron AG ist ein Lösungsanbieter für Kommunikationssysteme und Sicherheitsnetzwerke mit Herstellerkompetenz in der Glasfasertechnologie. Das Unternehmen entwickelt, implementiert und wartet Netzwerke auf Glasfaser-, Kupfer- und drahtloser Basis. Zudem fertigt es aktive Netzwerkkomponenten, Steckverbindungen und Anschlussstechnik für Lichtwellenleiternetze, fertig konfektionierte Lichtwellenkabel wie auch Montage- und Messgeräte. Diese sind integrierte Bestandteile von WAN- und LAN-Netzen zur Datenkommunikation von Rechenzentren sowie der Medizin- und Sicherheitstechnik. Die Euromicron Gruppe besteht neben der Euromicron AG als Muttergesellschaft noch aus weiteren 16 Unternehmen, die in den Konzernabschluss einbezogen werden. Den überwiegenden Teil ihres Umsatzes erzielt die Gruppe in Deutschland. Es unterscheidet die Geschäftssegmente Projekte & Systeme, Komponenten sowie Distribution & Dienstleistung.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010e	31.12.2011e
Umsatz	164,63	187,33	210,00	230,00
EBITDA	18,85	21,10	25,60	28,40
EBIT	16,00	18,04	22,00	24,40
Jahresüberschuss	8,07	10,74	12,60	14,28

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	1,78	2,39	2,54	2,87
Dividende je Aktie	1,00	1,00	1,00	1,10

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,98	0,87	0,78	0,71
EV/EBITDA	8,58	7,72	6,36	5,73
EV/EBIT	10,11	9,03	7,40	6,67
KGV	12,81	9,62	8,20	7,24
KBV		1,29		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

12.11.2010: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffentl. / Kursziel in EUR / Rating

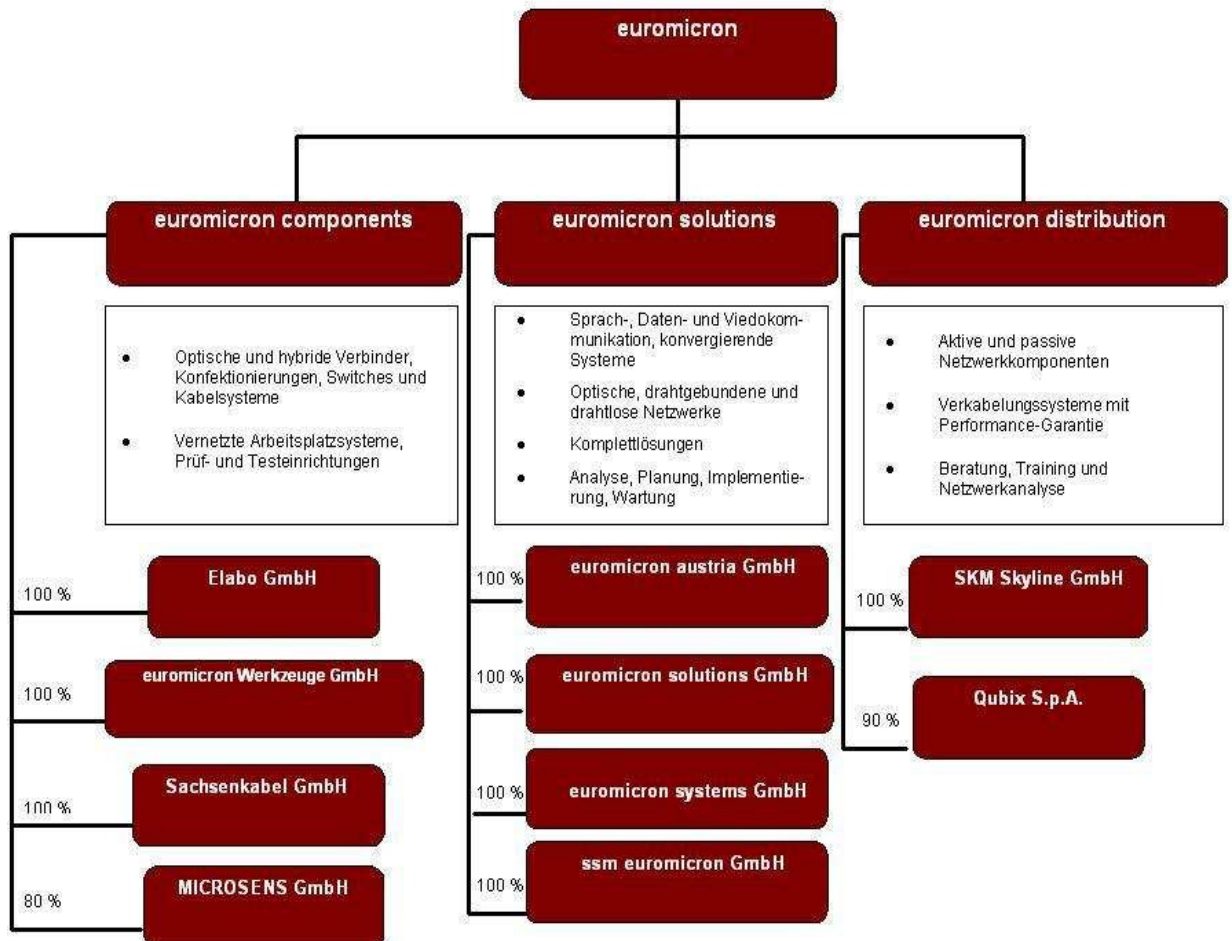
RS = Research Studie; RG = Research Guide;

** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Unternehmen

Organigramm

Das nachstehende Schaubild gibt einen Überblick über die Konzernstruktur sowie über das Produktportfolio der euromicron-Gruppe:

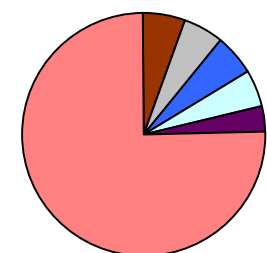


Quelle: GBC, euromicron

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	30.06.2010
DWS Investment	5,66
AvW Gruppe	5,52
Allianz Global Investors	5,18
Universal Investment	5,09
Eigene Anteile	3,16
Streubesitz	75,40

Aktionärsstruktur (in %)

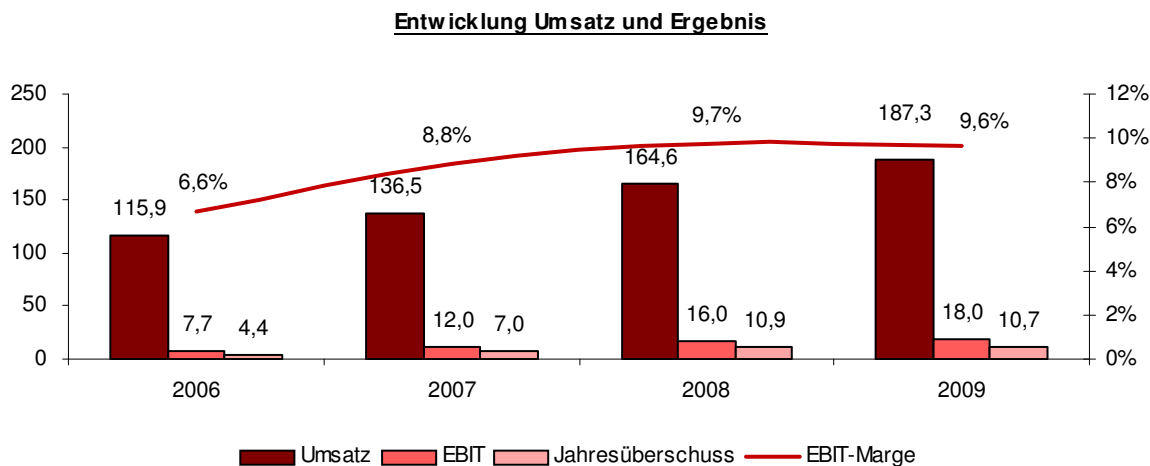


■ DWS Investment ■ AvW Gruppe
 ■ Allianz Global Investors ■ Universal Investment
 ■ Eigene Anteile ■ Streubesitz

Quelle: GBC, euromicron

Geschäftsentwicklung 2006 bis 2009 - Beeindruckende Ertragshistorie seit 2006

Die euromicron AG kann auf eine überaus erfolgreiche Entwicklung des operativen Geschäfts in den vergangenen Jahren zurückblicken. Die Historie wird durch das nachstehende Schaubild eindrucksvoll veranschaulicht.



Quelle: GBC, euromicron

Dabei konnten die Umsatzerlöse auf Konzernebene im Durchschnitt der vergangenen drei Jahre um über 17 % gesteigert werden. Dieses Wachstum erfolgte dabei sowohl organisch als auch anorganisch. Besonders bemerkenswert ist hier nach unserer Einschätzung die operative Entwicklung im konjunkturell sehr schwierigen Gesamtjahr 2009 einzustufen. In 2009 konnten die Konzernumsätze entgegen der konjunkturellen Widrigkeiten um hervorragende 13,8 % auf 187,3 Mio. € gesteigert werden.

Diese erfreuliche Umsatzentwicklung der letzten Jahre ist neben dem organischen Wachstum einzelner Beteiligungsunternehmen auch auf die bisher erfolgreich verfolgte „**Buy-and-Build**“-Strategie der euromicron AG zurückzuführen. Mit Ablauf des abgelaufenen Geschäftsjahres 2008 wurde die „**Buy-and-Build**“-Strategie abgeschlossen. Die euromicron AG ist nunmehr mit insgesamt 19 Tochterunternehmen flächendeckend in Deutschland präsent und die Beteiligungsgesellschaften sind mit dem bestehenden Produktportfolio in den Geschäftsbereichen „Projekte & Systeme“, „Komponenten & Konfektionierung“ sowie „Distribution & Dienstleistung“ technologisch hervorragend aufgestellt.

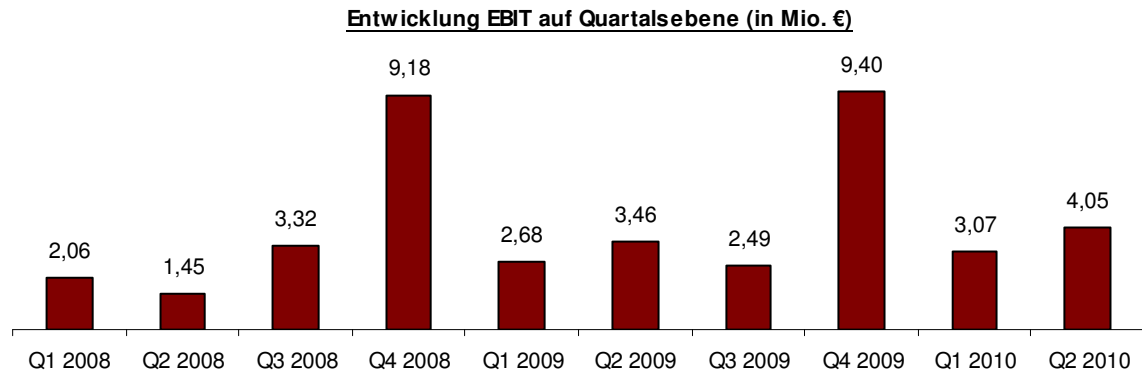
Seit 2006 übernahm die euromicron AG insgesamt 19 Unternehmen im Rahmen von Akquisitionen respektive Asset-Deals. Die Unternehmen wurden inzwischen überwiegend alle verschmolzen. Die kumulierten Umsätze der akquirierten Unternehmen belaufen sich nach unseren Berechnungen auf ca. 80 Mio. €. Gleichzeitig entrichtete die euromicron AG Kaufpreise von knapp 50 Mio. € für die übernommenen Firmen. Die Tatsache, dass die EBIT-Marge seit 2006 von 6,6 % auf 9,6 % in 2009 verbessert werden konnte, ist unseres Erachtens ein klares Indiz dafür, dass die Entwicklung zu einem führenden Universalanbieter im Bereich der Netzwerktechnologie Früchte getragen hat und dass Synergien zwischen den Tochtergesellschaften gehoben werden konnten.

Im Zentrum der inzwischen begonnenen „**Build-and-Integrate**“-Phase steht die fortlaufende Optimierung und Integration von Konzernstrukturen, wie z. B. die Zusammenführung von Standorten, die Optimierung von Führungs- und Ablaufstrukturen sowie die Umfirmierung von Tochtergesellschaften. Einhergehend mit der „**Build-and-Integrate**“-Phase wird zudem das bilanzielle Ziel einer Erhöhung der Eigenkapitalquote sowie ein Abbau der Nettoverschuldung auf Konzernebene angestrebt. Opportunistische Akquisitionen sind jedoch weiterhin möglich.

Auf der Ergebnisseite konnte die euromicron AG ebenfalls deutliche Verbesserungen im Zeitraum 2006 bis einschließlich 2009 erzielen. So stieg das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) von 7,7 Mio. € im Geschäftsjahr 2006 auf 18,0 Mio. € im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009 an. Im Krisenjahr 2009 konnte die Gesellschaft somit neue Rekorde beim Umsatz und operativen Ergebnis verzeichnen. Die EBIT-Marge konnte von 6,6 % in 2006 auf 9,6 % in 2009 erhöht werden. Dabei

wurde in 2009 der höchste Ergebnisbeitrag mit 9,40 Mio. € erneut im traditionell stärksten Schlussquartal erreicht.

Die nachstehende Graphik zeigt die EBIT-Entwicklung der letzten zehn Quartale. Hieraus ist klar ersichtlich, dass das vierte Quartal saisonal bedingt jeweils mit Abstand den höchsten Ergebnisbeitrag liefert. Wir gehen davon aus, dass sich diese ausgeprägte Saisonalität auch in Zukunft fortsetzt, da Sie dem Geschäftsverlauf inhärent ist.



Quelle: GBC, euromicron

Die euromicron AG verfügt nach unserer Einschätzung über durchaus attraktive Refinanzierungsbedingungen bei ihren Kreditinstituten. Im Gesamtjahr 2009 belief sich das Finanzergebnis auf lediglich -2,82 Mio. € (2008: -3,96 Mio. €). Bei einer Nettoverschuldung von 58,2 Mio. € gegen Ende 2009 ermittelt sich damit ein durchschnittlicher Zinssatz von unter 5 % (kurz- und langfristig inklusive).

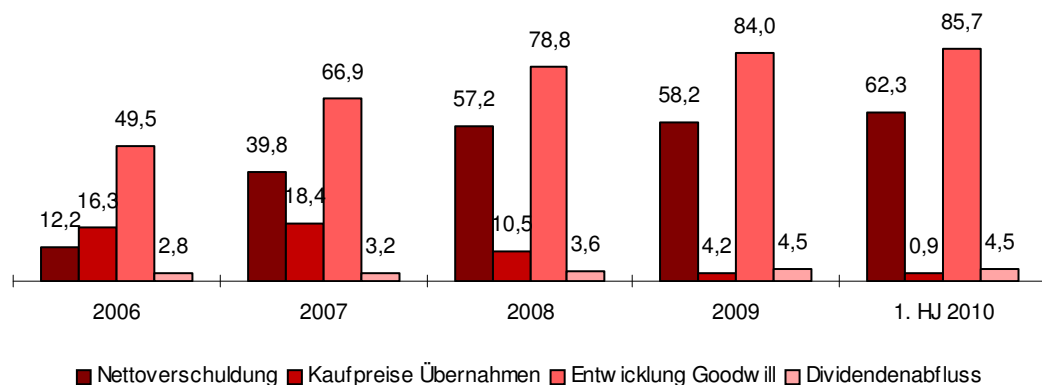
Unter Berücksichtigung einer Steuerquote auf Konzernebene in Höhe von 24,7 % (2008: 27,5 %) sowie den Minderheitenanteilen in Höhe von -0,70 Mio. € (2008: -0,66 Mio. €) belief sich der Jahresüberschuss im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009 auf 10,74 Mio. € (2008: 8,07 Mio. €).

Die Minderheitenanteile betreffen die Tochterunternehmen MICROSENS (Anteil: 80 %), NetWays (Anteil seit Januar 2010: 100 %) und Qubix (Anteil: 90 %). Bei einer damals insgesamt ausstehenden Aktienanzahl von 4,50 Mio. (ohne Berücksichtigung der eigenen Aktien) lag der Gewinn je Aktie für das Gesamtjahr 2009 bei 2,39 € (2008: 1,78 €).

Bilanzielle und finanzielle Situation - Solide finanzielle Basis

Die euromicron AG verfügt über eine solide finanzielle Basis. Das Eigenkapital belief sich zum 30.6.2010 auf 86,58 Mio. €, was einer Eigenkapitalquote von rund 46 % entspricht. Im Rahmen einer Kapitalerhöhung im April 2010 floss der Gesellschaft ein Bruttoerlös von knapp 7,7 Mio. € zu. Die ausstehende Aktienanzahl erhöhte sich in der Folge auf 4,696 Mio. (ohne Berücksichtigung der eigenen Aktien). Des Weiteren hatte die Gesellschaft zum 30.6.2010 157.234 eigene Aktien im Bestand, welche im Durchschnitt zu 18,70 € über die Börse zurückgekauft wurden. Auf Grundlage des aktuellen Börsenkurses haben die Aktien einen Wert von mehr als 3 Mio. €.

Den größten Posten auf der Aktivseite der Bilanz bilden die immateriellen Vermögensgegenstände mit 95,20 Mio. € zum 30.6.2010. Dabei entfallen hiervon 85,70 Mio. € auf den Geschäfts- und Firmenwert. Die Entwicklung des Geschäfts- und Firmenwerts wird in der nachstehenden Graphik illustriert und steht im Zusammenhang mit der verfolgten „**Buy-and-Build**“-Strategie der Gesellschaft.



Quelle: GBC, euromicron

Der größte Anstieg des Goodwills war in den Jahren 2006 und 2007 zu verzeichnen. Diese Entwicklung spiegelt sich auch in den abgeflossenen Kaufpreisen für die Übernahmen in 2006 respektive 2007 wider. Die Nettoverschuldung von euromicron betrug Ende Juni 2010 62,3 Mio. €. Der beobachtbare Anstieg der Nettoverschuldung von 12,2 Mio. € Ende 2006 auf nunmehr 62,3 Mio. € ist nach unserer Einschätzung im Wesentlichen auf zwei Faktoren zurückzuführen. Einerseits beliefen sich die Investitionen in Unternehmenserwerbe seit 2006 kumuliert auf rund 55 Mio. €. Andererseits wurden in dem betreffenden Zeitraum Dividenden von rund 18,6 Mio. € an die Aktionäre ausgeschüttet. In den Geschäftsjahren 2006, 2007 sowie 2008 lag die Dividendenausschüttungsquote bei über 50 %. In 2009 mit rund 42 % unter der Marke von 50 %.

Wir sind der Ansicht, dass die euromicron AG mit dem Übergang in die „**Build-and-Integrate**“-Phase verstärkt Augenmerk auf die bilanziellen Relationen legen wird. Die Ertragskraft der Gesellschaft ist enorm und sollte bei einer geringeren Ausschüttungsquote sowie einer gewissen Zurückhaltung bei Akquisitionen schnell einen Rückgang der Nettoverschuldung sowie eine Erhöhung der Eigenkapitalquote zur Folge haben. Opportunistische Akquisitionen sind jedoch weiterhin denkbar und können diesen Prozess entsprechend verlangsamen.

SWOT - ANALYSE

Stärken

- Dauerhaft gute Margensituation und hohe Ertragskraft in den vergangenen Jahren
- Erfolgreicher Track-Record bei Akquisitionen im Rahmen der „Buy-and-Build“-Strategie in der Vergangenheit
- Krisenresistentes Geschäftsmodell aufgrund breiter Kundendiversifikation
- Hohe Dividendenrendite
- euromicron-Gruppe verfügt über ein flächendeckendes Niederlassungsnetz in Deutschland
- Rekordauftragsbestand per Ende Juni 2010 von mehr als 100 Mio. €

Schwächen

- Hoher Anteil Goodwill im Vergleich zum Eigenkapital
- Traditionell hoher Ergebnisbeitrag im vierten Quartal führt zu einer Saisonalität des Geschäftsverlaufs

Chancen

- Erhöhung des Streubesitzes nach Ausstieg der NordLB könnte neue Investoren anlocken
- Übergang in die „Build- and Integrate“ Phase führt zu einer Bilanzkonsolidierung
- Größere Akquisitionen können zu einer deutlich dynamischeren Umsatzentwicklung führen

Risiken

- Relativ hoher Geschäfts- und Firmenwert birgt Risiko einer Wertberichtigung bei einer sich verschlechternden Ertragskraft
- Zunehmender Preis- und Margendruck im Projektgeschäft bei einer konjunkturellen Abschwächung
- Verschiebungen im Projektgeschäft können die Umsatzseite belasten

Prognose und Modellannahmen

In Mio. €	2010e	2011e
Umsatz	210,00	230,00
EBIT	22,00	24,40
EBIT-Marge	10,5 %	10,6 %
Konzernergebnis	12,6	14,28

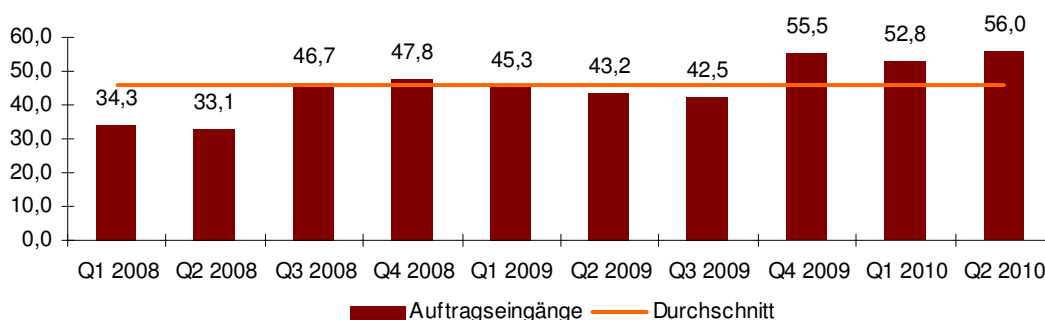
Quelle: GBC

Umsatz- und Ergebnisprognosen - Rekordauftragsbestand sorgt für hohe Visibilität

Die euromicron AG kann auf ein erfreuliches erstes Halbjahr 2010 zurückblicken. Die Gesellschaft konnte weitere Verbesserungen beim Umsatz und operativen Ergebnis erreichen und geht mit einem Rekordauftragsbestand in die zweite Jahreshälfte 2010. Während die Konzernumsätze in den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres um 9,6 % auf 96,15 Mio. € zulegen konnten, stieg das EBIT um knapp eine Mio. € auf 7,12 Mio. € an. Einer höheren Rohertragsmarge im ersten Halbjahr 2010 stand auf Konzernebene ein leichter Anstieg bei den Personalaufwendungen, bei den Abschreibungen sowie bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen entgegen. Die EBIT-Marge verzeichnete einen Anstieg auf 7,38 % (VJ: 7,00 %).

Zuversichtlich stimmen uns zudem die Situation bei den Auftragsbeständen. Der Auftragsbestand liegt zum Stichtag 30.6.2010 erstmalig in der Unternehmensgeschichte über der Schwelle von 100 Mio. €. Dies erklärt sich vor allem durch die hohen Ordereingänge der vergangenen drei Quartale, welche deutlich über dem Durchschnitt der vorherigen Quartale lagen.

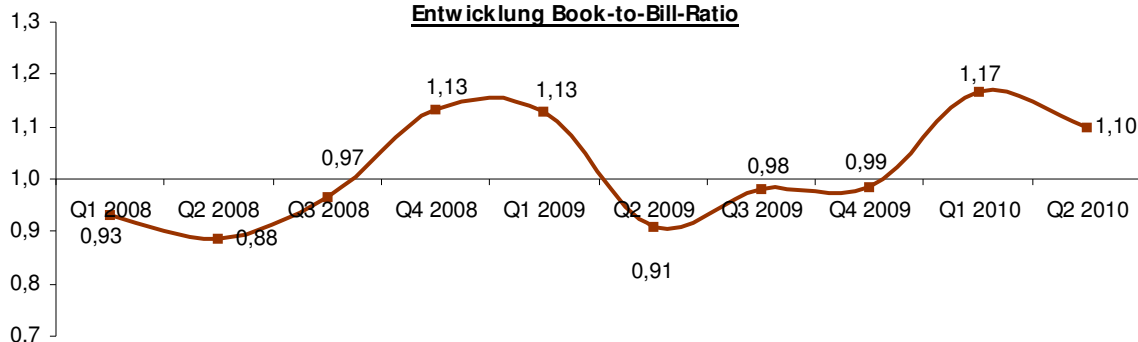
Entwicklung Auftragseingänge



Quelle: GBC, euromicron

Auch das Book-to-Bill-Verhältnis indiziert weiteres Wachstum in den kommenden Quartalen. So belief sich diese Kennzahl im ersten und zweiten Quartal 2010 mit 1,17 respektive 1,10 jeweils deutlich über 1, was eine positive operative Entwicklung in der zweiten Jahreshälfte indiziert.

Entwicklung Book-to-Bill-Ratio



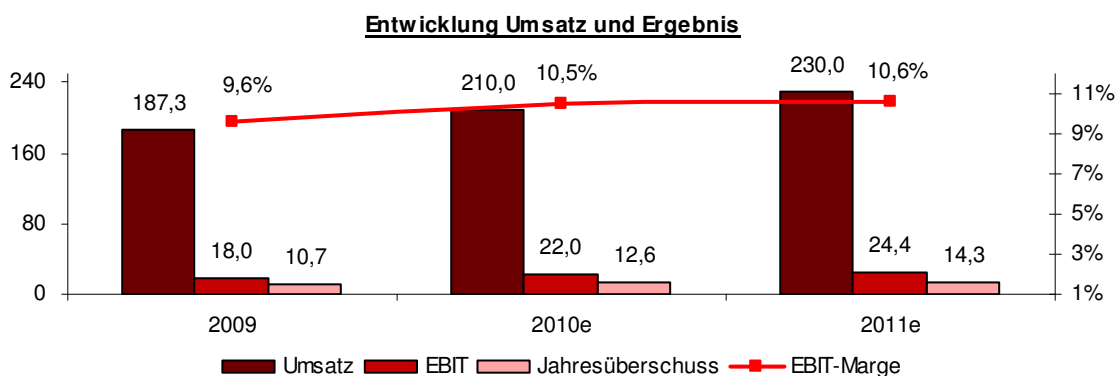
Quelle: GBC, euromicron

Der Vorstand hat mit Vorlage der Halbjahreszahlen 2010 die eigene Prognose nach oben korrigiert. Demnach wird die Gesellschaft im Gesamtjahr 2010 die Umsatzschwelle von 200 Mio. € sowie ein EBIT in Höhe von 20 Mio. € übertreffen.

Wir erwarten für das laufende Geschäftsjahr 2010 einen Umsatzzuwachs um 12,1 % auf dann 210,00 Mio. €. Die Umsatzprognose sehen wir vor dem Hintergrund des sehr hohen Auftragsbestands als gut erreichbar an. Mögliche Übernahmen sind in unseren Prognosen nicht enthalten. Beim EBIT sehen wir für 2010 einen Wert in Höhe von 22,00 Mio. €, was einer EBIT-Marge von 10,48 % entspricht. Dabei unterstellen wir, dass der Geschäftsverlauf dem typischen Muster der vergangenen Jahre folgen wird. Daher rechnen wir auf Ergebnisseite erneut mit einem sehr guten Schlussquartal 2010.

Das Finanzergebnis sehen wir in 2010 bei -3,00 Mio. €. Unter Berücksichtigung einer Steuerquote von 30,0 % und Minderheitenanteilen von -0,70 Mio. € sollte der Jahresüberschuss bei 12,60 Mio. € liegen. Bei der Ermittlung des Gewinns je Aktie haben wir die Aktienanzahl nach Kapitalerhöhung von 4,97 Mio. (ohne Berücksichtigung der eigenen Aktien) zugrunde gelegt. Folglich berechnet sich für das laufende Geschäftsjahr 2010 ein Gewinn je Aktie (EPS) von 2,54 €.

Die nachstehende Graphik zeigt unsere Schätzungen in Hinsicht auf Umsatz, EBIT und Jahresüberschuss für die beiden Geschäftsjahre 2010 sowie 2011.



Quelle: GBC, euromicron

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die euromicron AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2010 bis 2011 in Phase 1, erfolgt von 2012 bis 2016 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir unter konservativen Gesichtspunkten durchschnittliche jährliche Steigerungen beim Umsatz von 2,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 12,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 32,0 % berücksichtigt.

In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der euromicron AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 3,0 %.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,52.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,35 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 75,0 % annehmen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,82 %.

Modellergebnis

Der daraus resultierende faire Wert der euromicron AG auf Basis des Geschäftsjahres 2011 entspricht damit 28,93 € pro Aktie, bei einer zu Grunde gelegten Aktienanzahl von dann 4,969 Mio. Stück. Dabei haben wir die eigenen über die Börse zurückgekauften Aktien (157.234 Stück) nicht berücksichtigt. Auf Basis des aktuellen Aktienkurses errechnet sich somit ein Potential von knapp 40 %.

Euromicron AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	12,4%	ewige EBITA - Marge	10,6%
AFA zu operativen Anlagevermögen	18,6%	effektive Steuerquote im Endwert	32,0%
Working Capital zu Umsatz	20,9%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate GJ 2010e GJ 2011e		consistency GJ 2012e GJ 2013e GJ 2014e GJ 2015e GJ 2016e GJ 2017e						final Endwert
Umsatz (US)	210,00	230,00	234,60	239,29	244,08	248,96	253,94	259,02	
US Veränderung	15,3%	9,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	10,00	10,70	10,66	10,56	10,46	10,36	10,26	10,16	
EBITDA	25,60	28,40	28,97	29,55	30,14	30,75	31,36	31,99	
EBITDA-Marge	12,2%	12,3%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	
EBITA	22,00	24,40	24,97	25,46	25,93	26,41	26,89	27,38	
EBITA-Marge	10,5%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
Steuern auf EBITA	-6,60	-7,32	-7,49	-7,64	-7,78	-7,92	-8,07	-8,21	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	32,0%
EBI (NOPLAT)	15,40	17,08	17,48	17,82	18,15	18,48	18,82	19,17	
Kapitalrendite	26,2%	26,3%	25,2%	25,1%	25,0%	24,9%	24,8%	24,7%	23,9%
Working Capital (WC)	44,00	48,00	48,96	49,94	50,94	51,96	53,00	54,06	
WC zu Umsatz	21,0%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	
Investitionen in WC	-5,62	-4,00	-0,96	-0,98	-1,00	-1,02	-1,04	-1,06	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	21,00	21,50	22,00	22,66	23,34	24,04	24,76	25,50	
AFA auf OAV	-3,60	-4,00	-4,00	-4,09	-4,21	-4,34	-4,47	-4,61	
AFA zu OAV	17,1%	18,6%	18,6%	18,6%	18,6%	18,6%	18,6%	18,6%	
Investitionen in OAV	-4,11	-4,50	-4,50	-4,75	-4,89	-5,04	-5,19	-5,35	
Investiertes Kapital	65,00	69,50	70,96	72,60	74,28	76,00	77,76	79,56	
EBITDA	25,60	28,40	28,97	29,55	30,14	30,75	31,36	31,99	
Steuern auf EBITA	-6,60	-7,32	-7,49	-7,64	-7,78	-7,92	-8,07	-8,21	
Investitionen gesamt	-12,73	-8,50	-5,46	-5,73	-5,89	-6,06	-6,23	-6,41	
Investitionen in OAV	-4,11	-4,50	-4,50	-4,75	-4,89	-5,04	-5,19	-5,35	
Investitionen in WC	-5,62	-4,00	-0,96	-0,98	-1,00	-1,02	-1,04	-1,06	
Investitionen in Goodwill	-3,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	6,27	12,58	16,02	16,18	16,47	16,76	17,06	17,37	222,37
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	192,91	199,28							
Barwert expliziter FCFs	77,51	72,54							
Barwert des Continuing Value	115,40	126,74							
Nettoschulden (Net debt)	58,69	54,08							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	134,21	145,20							
Fremde Gewinnanteile	-1,35	-1,46							
Wert des Aktienkapitals	132,86	143,73							
Ausstehende Aktien in Mio.	4,969	4,969							
Fairer Wert der Aktie in EUR	26,74	28,93							

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,52
Eigenkapitalkosten	11,3%
Zielgewichtung	75,0%
Fremdkapitalkosten	7,0%
Zielgewichtung	25,0%
Taxshield	25,0%
WACC	9,8%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

WACC										
Kapitalrendite	7,8%	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%	11,3%	11,8%	
15,9%	27,68	25,15	23,01	21,18	19,60	18,22	17,00	15,93	14,98	
17,9%	31,18	28,29	25,84	23,74	21,93	20,35	18,96	17,74	16,65	
19,9%	34,68	31,42	28,66	26,30	24,26	22,48	20,92	19,54	18,32	
21,9%	38,18	34,56	31,49	28,86	26,59	24,62	22,88	21,35	19,98	
23,9%	41,68	37,69	34,32	31,42	28,93	26,75	24,84	23,15	21,65	
25,9%	45,18	40,83	37,14	33,99	31,26	28,88	26,80	24,96	23,32	
27,9%	48,68	43,96	39,97	36,55	33,59	31,02	28,76	26,76	24,98	
29,9%	52,18	47,09	42,79	39,11	35,93	33,15	30,72	28,56	26,65	
31,9%	55,68	50,23	45,62	41,67	38,26	35,29	32,68	30,37	28,32	

Fazit - Starkes zweites Halbjahr 2010 erwartet - Kurspotential von 40 %

Die Gesellschaft konnte in den vergangenen Geschäftsjahren stets ihre eigenen Prognosen einhalten und teilweise sogar übertreffen. Selbst in dem schwierigen Krisenjahr 2009 gelang es der euromicron AG, eine hervorragende Geschäftsentwicklung zu verzeichnen. De Facto wurden in 2009 sogar Höchstmarken beim Umsatz und beim operativen Ergebnis aufgestellt. Dies verdankt die Gesellschaft auch einer breiten Kundendiversifikation.

Die Gesellschaft ist mit einem Rekordauftragsbestand von mehr als 100 Mio. € in die zweite Jahreshälfte 2010 gegangen. Dieses Auftragspolster sorgt nach unserer Einschätzung für eine hohe Visibilität und gute Planbarkeit in den kommenden Quartalen. Der Vorstand hatte mit Veröffentlichung des Halbjahresberichtes 2010 die Prognose bereits angehoben. So soll im Gesamtjahr 2010 die Umsatzschwelle von 200 Mio. € sowie ein EBIT von 20 Mio. € überschritten werden. Wir rechnen für 2010 mit einem Umsatzanstieg um 12,1 % auf 210,0 Mio. € bei einem EBIT in Höhe von 22,0 Mio. €, wobei der höchste Ergebnisbeitrag saisonal bedingt im stärksten Schlussquartal erreicht werden sollte.

Des Weiteren kann die Gesellschaft auf eine stetige und kontinuierliche Dividendenpolitik verweisen. Für die Zukunft gehen wir hier von Ausschüttungsquoten zwischen 30 und 40 % aus. Die von uns erwartete Dividendenrendite für das Jahr 2010 liegt auf Basis des aktuellen Aktienkurses bei 4,8.

Die euromicron AG verfügt über eine solide finanzielle Basis. Das Eigenkapital belief sich per Ende Juni 2010 auf 86,6 Mio. €, was einer Eigenkapitalquote von rund 46 % entspricht. Die Werthaltigkeit des relativ hohen Geschäfts- und Firmenwerts von rund 85 Mio. € sehen wir vor dem Hintergrund der Margensituation als gegeben an. Die Nettoverschuldung von rund 60 Mio. € ist vornehmlich auf die in den vergangenen Jahren verfolgte „**Buy- and Build**“ Strategie zurückzuführen. Der Übergang in die „**Build- and Integrate**“ Phase sollte nach unserer Einschätzung zu einer Bilanzkonsolidierung führen, einhergehend mit einem Rückgang der Nettoverschuldung sowie einer Erhöhung der Eigenkapitalquote.

Mit einem erwarteten KGV für 2010 von rund 8 erachten wir die Bewertung der euromicron AG als überaus attraktiv. Vor dem Hintergrund der beständig hohen Ertragskraft in der Vergangenheit sowie der erfolgreichen Akquisitionshistorie halten wir die derzeitige Bewertung mit einem 2010er KGV von rund 8 für unangemessen niedrig.

Das mittels DCF-Modell ermittelte Kursziel für die Aktie der euromicron AG auf Basis des Geschäftsjahres 2011 entspricht 28,93 € pro Aktie. Auf Basis des aktuellen Aktienkurses errechnet sich somit ein Kurspotential von knapp 40 %. Daher vergeben wir das Rating Kaufen.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleId/47/>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5), (7)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de**.

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst

Felix Gode, Dipl. Wirtschafts-Jurist (FH), Finanzanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de