

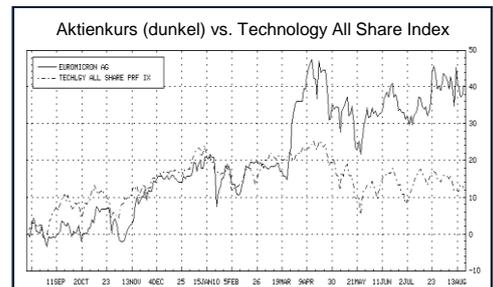
Empfehlung: **KAUFEN** (KAUFEN) Risiko: **MITTEL** (MITTEL) Kursziel: **EUR 25,00** (25,00)

20. August 2010

Auftragsbestand erstmals > 100 Mio. EUR

Q2 bestätigt unsere Gesamtjahresschätzungen

- Im ersten Halbjahr wuchs der Auftragseingang um 23,0% auf 108,9 Mio. EUR, gegenüber 88,5 Mio. EUR in H1 2009. Der Auftragsbestand überschritt mit 100,8 Mio. EUR erstmals in der Firmengeschichte die 100 Mio. Euro-Marke und stieg damit gegenüber den 71,3 Mio. EUR am Vorjahresstichtag um 41,3%.
- Die Umsatz- und Ergebnisgrößen der euromicron AG bestätigten sowohl die Guidance als auch unsere Schätzungen für das Gesamtjahr. Der Umsatz stieg im zweiten Quartal um 7,1% auf 51,0 Mio. EUR (Vorjahr: 47,6 Mio. EUR). Die Rohmarge lag in Q2 2010 mit 52,3% noch etwas höher als in Q2 2009 (52,0%). Das EBIT stieg in Q2 auf 4,0 Mio. EUR (+16,8%), womit die EBIT-Marge von 8,1% in Q2 2009 auf 8,3% anstieg. Der unverwässerte Gewinn je Aktie belief sich in Q2 auf 0,52 EUR (0,43 EUR). Weitere Details sowie die Halbjahreszahlen sind im Anhang dieses Dokuments aufgeführt.
- Angesichts der ausgezeichneten Auftragsentwicklung gehen wir unverändert davon aus, dass euromicron unsere Gesamtjahresschätzungen erreichen wird. Zudem hat das Unternehmen gemeldet, dass die NORD/LB mit Wirkung zum 11.8.2010 ihre letzten euromicron-Aktien verkauft hat. Der latent vorhandene Aktienüberhang, der mehr als zwei Jahre lang die Kursentwicklung hemmte, ist somit vom Tisch. Ein gutes Zeichen ist auch, dass drei Fondsgesellschaften kürzlich bei euromicron eingestiegen bzw. ihre Anteile auf jeweils >5% erhöht haben. Angesichts der günstigen Bewertungsmultiplikatoren (KGV 2010E von 7,4) stehen alle Zeichen auf Kursanstieg. Einen Schub könnte der Kurs auch im Falle einer weiteren Übernahme erhalten.
- Bei einem unveränderten Kursziel von 25,00 EUR empfehlen wir weiterhin, die Aktie zu KAUFEN.



Quelle: CBS Research AG; Bloomberg; euromicron AG

Veränd.	2010e		2011e		2012e	
	neu	alt	neu	alt	neu	alt
Umsatz	-	204.2	-	214.4	-	225.1
EBITDA	-	24.0	-	26.4	-	28.5
GjA	-	2.44	-	2.69	-	2.94

Internet: www.euromicron.de Sektor: Technologie
WKN: 566000 ISIN: DE0005660005
Reuters: EUCG.DE Bloomberg: EUC GY

Aktienkennzahlen:

Aktienkurs (letzter Schlusskurs, EUR):	17.98
Anzahl Aktien exkl. zurückgekaufte (Mio.):*	5.0
Marktkapitalisierung (EUR Mio.):*	89.3
Unternehmenswert (EUR Mio.):**	155.4
Ø tägliches Handelsvolumen (6 Mo., Stk.):	27,614

*inkl. geschätztem Marktwert der Minderheitsanteile

Short company profile:

Die euromicron Gruppe mit Sitz in Frankfurt am Main ist ein führendes Systemhaus mit Herstellerkompetenzen im Bereich der Netzwerk- und Lichtwellenleitertechnologie. Das Leistungsspektrum des Unternehmens umfasst die Planung, Implementierung und Wartung von Kommunikations- und Sicherheitsnetzwerken. Zudem entwickelt, produziert und distribuiert die Gesellschaft Netzwerkkomponenten auf Basis von Kupfer-, Glasfaser- und drahtloser Technik, die u.a. in der Datenkommunikation von Rechenzentren sowie der Medizin- und Sicherheitstechnik Anwendung finden.

Performance-Daten:

52 Wochen Hoch (EUR):	20.05
52 Wochen Tief (EUR):	12.51
Absolute Performance (12 Monate):	5.6%
Relative Performance vs. Technology All Share Index:	
1 Monat	7.4%
3 Monate	5.2%
6 Monate	18.4%
12 Monate	21.6%

Aktionäre (in % des Grundkapitals inkl.):

Sonstiger Streubesitz	71.2%
DWS Investment GmbH	5.7%
Allianz Global Investors KAG	5.2%
Universal Investment	5.0%
AvW	5.0%
Wyser-Pratte Management Co.	4.9%
Eigene Anteile (gehalten von euromicron AG)	3.1%

Finanzkalender:

Small Cap Conference DVFA, Frankfurt/M:	31.08.10
3Q-Bericht:	12.11.10

Autor:

Martin Decot (Analyst)

Close Brothers Seydler Research AG
Telefon: +49 (0) 69-977 84 56 0
E-Mail: research@cbseydlerresearch.ag

www.cbseydlerresearch.ag

GJ 31.12., Mio. EUR	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatzerlöse	164.6	187.3	204.2	214.4	225.1
EBITDA	18.8	21.1	24.0	26.4	28.5
EBIT	16.0	18.0	20.3	22.4	24.2
Nettoergebnis	8.1	10.7	11.7	13.4	14.6
Gewinn je Aktie	1.78	2.39	2.44	2.69	2.94
Cashflow je Aktie	1.00	3.16	3.43	3.48	3.99
Dividende je Aktie	1.00	1.00	1.10	1.10	1.10
Rohmarge	48.9%	49.2%	49.3%	49.4%	49.4%
EBITDA-Marge	11.5%	11.6%	11.7%	12.3%	12.7%
EBIT-Marge	9.8%	9.9%	9.9%	10.4%	10.7%
EV*/EBITDA	8.2	7.4	6.5	5.9	5.4
EV*/EBIT	9.7	8.6	7.6	7.0	6.4
KGV	10.1	7.5	7.4	6.7	6.1

*EV inkl. geschätztem Marktwert der Minderheitsanteile

Quelle: CBS Research AG, euromicron AG

Anhang

Quartalszahlen: Vergleich gegenüber Vorjahr

IFRS	in Mio. EUR	Q2 2010	Q2 2009	H1 2010	H1 2009
Umsatzerlöse		51.0	47.6	96.2	87.7
Veränderung ggü. Vorjahr		7.1%	27.2%	9.6%	18.2%
davon Deutschland		45.5	41.2	85.2	75.5
Veränderung ggü. Vorjahr		10.5%	27.2%	12.9%	20.4%
davon Euro-Zone		3.6	5.7	8.9	11.0
Veränderung ggü. Vorjahr		-36.6%	28.8%	-19.7%	5.6%
davon Rest der Welt		1.9	0.7	2.1	1.3
Veränderung ggü. Vorjahr		152.8%	18.9%	68.9%	14.1%
Gesamtleistung		48.5	42.9	96.4	87.7
Rohertrag		25.4	22.3	48.7	42.9
in % der Gesamtleistung		52.3%	52.0%	50.6%	49.0%
EBITDA		4.9	4.1	8.9	7.5
in % der Gesamtleistung		10.2%	9.6%	9.2%	8.6%
EBIT		4.0	3.5	7.1	6.1
in % der Gesamtleistung		8.3%	8.1%	7.4%	7.0%
EBT		3.2	2.8	5.8	4.9
in % der Gesamtleistung		6.7%	6.6%	6.0%	5.6%
Nettoergebnis nach Minderheitsanteilen		2.3	1.9	4.1	3.3
in % der Gesamtleistung		4.8%	4.5%	4.2%	3.8%
Ergebnis je Aktie, unverwässert (EUR)		0.52	0.43	0.82	0.74
Operativer Cashflow (aus der lfd. G.t.)		1.1	-1.4	-2.6	-0.5
Free Cash Flow		0.6	-4.2	-6.4	-4.1
Auftragseingang seit Jahresanfang		56.0	43.2	108.9	88.5
Auftragsbestand am Periodenende		100.8	71.3	100.8	71.3

Quelle: euromicron AG, CBS Research AG

Gewinn- und Verlustrechnung

	IFRS	in TEUR	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatzerlöse			136.457	164.628	187.334	204.151	214.359	225.077
Veränderung zum Vorjahr in %			17,7%	20,6%	13,8%	9,0%	5,0%	5,0%
Bestandsveränderungen			-2.576	-1.427	-6.882	0	0	0
Aktivierete Eigenleistungen			784	358	1.702	300	300	300
Gesamtleistung			134.665	163.559	182.154	204.451	214.659	225.377
Materialaufwand			-62.345	-83.517	-92.468	-103.589	-108.617	-114.041
in % der Gesamtleistung			-46,3%	-51,1%	-50,8%	-50,7%	-50,6%	-50,6%
Rohrertrag			72.320	80.042	89.686	100.863	106.041	111.336
in % der Gesamtleistung			53,7%	48,9%	49,2%	49,3%	49,4%	49,4%
Personalaufwand			-39.543	-43.009	-48.136	-53.566	-55.811	-58.147
in % der Gesamtleistung			-29,4%	-26,3%	-26,4%	-26,2%	-26,0%	-25,8%
Sonstige betriebliche Erträge			2.153	2.618	2.101	1.431	1.460	1.487
in % der Gesamtleistung			1,6%	1,6%	1,2%	0,7%	0,7%	0,7%
Sonstige betriebliche Aufwendungen			-19.711	-20.804	-22.554	-24.739	-25.330	-26.144
in % der Gesamtleistung			-14,6%	-12,7%	-12,4%	-12,1%	-11,8%	-11,6%
EBITDA			15.219	18.847	21.097	23.989	26.360	28.533
in % der Gesamtleistung			11,3%	11,5%	11,6%	11,7%	12,3%	12,7%
Abschreibungen auf immat. AV und Sachanlagen			-3.196	-2.837	-3.060	-3.658	-3.997	-4.373
in % der Gesamtleistung			-2,4%	-1,7%	-1,7%	-1,8%	-1,9%	-1,9%
EBIT			12.009	16.000	18.037	20.331	22.363	24.160
in % der Gesamtleistung			8,9%	9,8%	9,9%	9,9%	10,4%	10,7%
Finanzergebnis (netto)			-1.933	-3.962	-2.832	-2.740	-2.552	-2.499
EBT (Gewinn vor EE-Steuer)			10.076	12.038	15.205	17.590	19.811	21.661
in % der Gesamtleistung			7,5%	7,4%	8,3%	8,6%	9,2%	9,6%
EE-Steuer			-2.592	-3.305	-3.758	-5.364	-5.938	-6.493
in % EBT			-25,7%	-27,5%	-24,7%	-30,5%	-30,0%	-30,0%
Nettoergebnis vor Minderheitsanteilen			7.484	8.733	11.447	12.226	13.873	15.168
Minderheitenanteile			482	666	703	507	518	538
Nettoergebnis			7.002	8.067	10.744	11.719	13.355	14.630
in % der Gesamtleistung			5,2%	4,9%	5,9%	5,7%	6,2%	6,5%
Anzahl der Aktien (in Tsd. St.), unverwässert			4.585	4.534	4.503	4.796	4.969	4.969
Ergebnis je Aktie in Euro, unverwässert			1,53	1,78	2,39	2,44	2,69	2,94

Quelle: CBS Research AG, euromicron AG

Bilanz

	IFRS	in TEUR	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Aktiva								
Langfristige Aktiva			83,115	96,262	107,211	106,418	105,567	104,814
in % der Bilanzsumme			56.2%	55.9%	57.7%	56.5%	53.2%	49.8%
Immaterielle Vermögensgegenstände ohne Goodwill			5,750	7,287	9,579	9,062	8,675	8,205
Goodwill			66,910	78,816	84,044	84,044	84,044	84,044
Sachanlagevermögen			8,009	8,965	10,913	11,039	10,955	10,963
Finanzanlagen			66	44	1,082	1,082	1,082	1,082
Übrige lfr. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände			84	108	188	195	200	205
Latente Steuern			2,296	1,042	1,405	996	611	315
Kurzfristige Aktiva			64,897	75,853	78,694	82,068	92,851	105,736
in % der Bilanzsumme			43.8%	44.1%	42.3%	43.5%	46.8%	50.2%
Vorräte			12,523	14,353	13,235	13,903	14,382	14,875
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen			36,243	45,126	51,197	53,135	55,205	57,348
Vermögensgegenstände			3,689	5,128	4,489	4,600	4,722	4,733
Liquide Mittel			12,442	11,246	9,773	10,430	18,541	28,780
Summe Aktiva			148,012	172,115	185,905	188,486	198,418	210,550
Passiva								
Eigenkapital			70,445	73,801	80,264	94,640	103,560	113,775
in % der Bilanzsumme			47.6%	42.9%	43.2%	50.2%	52.2%	54.0%
Gezeichnetes Kapital			11,914	11,914	11,914	13,107	13,107	13,107
Eigene Anteile zu Anschaffungskosten			-1,680	-2,941	-2,941	-2,941	-2,941	-2,941
Kapitalrücklage			61,781	61,781	61,781	68,125	68,125	68,125
Unterschiedsbetrag aus der Marktbewertung von Wertpapieren			-170	-429	-358	-358	-358	-358
Gewinnrücklagen und Ergebnisvorräte			-9,086	-5,689	-2,125	4,116	10,883	19,285
Konzernjahresüberschuss			7,002	8,067	10,744	11,719	13,355	14,630
Minderheitenanteile			684	1,098	1,248	871	1,389	1,927
Langfristige Passiva			27,370	28,348	25,003	24,995	25,047	25,099
in % der Bilanzsumme			18.5%	16.5%	13.4%	13.3%	12.6%	11.9%
Rückstellungen			644	446	1,011	1,040	1,070	1,100
Verbindlichkeiten			23,615	23,607	18,803	18,714	18,720	18,726
- davon Finanzverbindlichkeiten (inkl. Finanzierungsleasingverb.)			23,001	23,465	18,701	18,600	18,600	18,600
Latente Steuern			3,111	4,295	5,189	5,241	5,257	5,272
Kurzfristige Passiva			50,197	69,966	80,638	68,851	69,810	71,677
in % der Bilanzsumme			33.9%	40.7%	43.4%	36.5%	35.2%	34.0%
Rückstellungen			1,731	3,515	1,467	2,618	1,064	1,095
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen			11,514	13,620	20,519	21,285	23,807	25,620
Übrige Verbindlichkeiten			36,952	52,831	58,652	44,947	44,940	44,961
- davon Finanzverbindlichkeiten (inkl. Finanzierungsleasingverb.)			29,442	45,127	50,013	38,200	38,200	38,200
Summe Passiva			148,012	172,115	185,905	188,486	198,418	210,550

Quelle: CBS Research AG, euromicron AG

Kapitalflussrechnung

IFRS	in TEUR	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern		16,000	18,037	20,331	22,363	24,160
Abschreibungen auf das Anlagevermögens		2,847	3,060	3,658	3,997	4,373
Veränderung der Rückstellungen		-447	-1,309	-191	357	51
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen		-1,056	-3,207	-3,054	-3,131	-3,209
Zunahme/Abnahme der Vorräte, der Forderungen und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie anderer Aktiva und Passiva		-5,227	4,548	1,966	3,655	3,098
Gezahlte/erhaltene Steuern		-2,870	-4,509	-3,532	-7,419	-6,171
Gezahlte und erhaltene Zinsen		-4,719	-2,395	-2,740	-2,552	-2,499
Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit		4,528	14,225	16,437	17,270	19,802
Netto-Investitionen in das immaterielle Anlagevermögen und das Sachanlagevermögen		-3,914	-5,894	-3,267	-3,526	-3,911
Netto-Investitionen für den Erwerb von konsolidierten Unternehmen		-9,378	-3,044	-2,975	0	0
Netto-Investitionen in das Finanzanlagevermögen		-4	-934	0	0	0
Cashflow aus Investitionstätigkeit		-13,296	-9,872	-6,242	-3,526	-3,911
Netto-Einzahlungen aus Eigenkapitalzuführungen		0	0	7,537	0	0
Dividendenauszahlungen		-3,605	-4,503	-4,503	-4,953	-4,953
Ein- und Auszahlungen aus der Aufnahme bzw. Tilgung von (Finanz-)Krediten		12,940	-836	-11,972	0	0
Ausschüttungen an/ Entnahmen von Minderheitsgesellschaftern		-252	-552	-600	-680	-700
Eigene Anteile		-1,261	0	0	0	0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit		7,822	-5,891	-9,538	-5,633	-5,653
Veränderung des Finanzmittelbestandes		-946	-1,538	657	8,111	10,238
Finanzmittelbestand zu Beginn der Periode		11,112	10,166	8,628	9,286	17,397
Finanzmittelbestand zum Ende der Periode		10,166	8,628	9,286	17,397	27,635
zuzüglich Wertpapiere		1,080	1,145	1,145	1,145	1,145
Zahlungsmittel und Wertpapiere laut Bilanz		11,246	9,773	10,431	18,541	28,780

Anmerkung: Aufgrund von Änderungen in der Cashflow-Berichterstattung von euromicron im Jahresabschluss 2009 können nur die historischen Jahre 2008 und 2009 in konsistenter Zeitreihe gezeigt werden.

Quelle: CBS Research AG, euromicron AG

Research



Schillerstrasse 27 - 29
60313 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (0)69 – 977 8456-0

Roger Peeters CEO	+49 (0)69 -977 8456- 12 Roger.Peeters@cbseydlerresearch.ag		
Martin Decot	+49 (0)69 -977 8456- 13 Martin.Decot@cbseydlerresearch.ag	Rabeya Khan	+49 (0)69 -977 8456- 10 Rabeya.Khan@cbseydlerresearch.ag
Igor Kim	+49 (0)69 -977 8456- 15 Igor.Kim@cbseydlerresearch.ag	Ralf Marinoni	+49 (0)69 -977 8456- 17 Ralf.Marinoni@cbseydlerresearch.ag
Manuel Martin	+49 (0)69 -977 8456- 16 Manuel.Martin@cbseydlerresearch.ag	Enid Omerovic	+49 (0)69 -977 8456- 19 Enid.Omerovic@cbseydlerresearch.ag
Marcus Silbe	+49 (0)69 -977 8456- 14 Marcus.Silbe@cbseydlerresearch.ag	Veysel Taze	+49 (0)69 -977 8456- 18 Veysel.Taze@cbseydlerresearch.ag

Institutional Sales



Limited
Schillerstrasse 27 – 29
60313 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (0)69 – 9 20 54-400

Raimar Bock Head of Sales	+49 (0)69 -9 20 54-115 Raimar.Bock@cbseydler.com		
Rüdiger Eich (Germany, Switzerland)	+49 (0)69 -9 20 54-119 Ruediger.Eich@cbseydler.com	Uwe Gerhardt (Germany, Switzerland)	+49 (0)69 -9 20 54-168 Uwe.Gerhardt@cbseydler.com
Klaus Korzilius (Austria, Benelux, Germany)	+49 (0)69 -9 20 54-114 Klaus.Korzilius@cbseydler.com	Stefan Krewinkel (Execution, UK)	+49 (0)69 -9 20 54-118 Stefan.Krewinkel@cbseydler.com
Markus Laifle (Execution)	+49 (0)69 -9 20 54-120 Markus.Laifle@cbseydler.com	Bruno de Lencquesaing (Benelux, France)	+49 (0)69 -9 20 54-116 Bruno.deLencquesaing@cbseydler.com



Close Brothers Seydler UK

Eine Division der Winterflood Securities

The Atrium Building / Cannon Bridge
25 Dowgate Hill
London EC4R 2GA

Telefon: +44 20 3100 0281

Sales USA



111 Town Square Place
Suite 1500A
Jersey City, NJ 07310

Telefon: +1 201 216 0100

Tom Higgins	+1 201 706 6013 thiggins@hudsonsecurities.com
-------------	---

Haftungserklärung (Disclaimer) und Angaben gemäß § 34b Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) sowie entsprechend den Bestimmungen der Finanzanalyseverordnung (FinAnV)

Diese Studie wurde unabhängig von der analysierten Gesellschaft von Close Brothers Seydler Research AG und/oder Kooperationspartnern sowie dem/den auf der Titelseite genannten Analysten (nachstehend einzeln oder gemeinsam als „Verfasser“ bezeichnet) verfasst. Weder Close Brothers Seydler Research AG, noch Close Brothers Seydler Bank AG oder Kooperationspartner, die Gesellschaft oder ihre Gesellschafter haben die in dieser Studie enthaltenen Informationen unabhängig geprüft.

§ 34b WpHG setzt gemeinsam mit den Bestimmungen der FinAnV eine Sicherheitsanalyse voraus, die mögliche Interessenskonflikte mit der Gesellschaft, die Gegenstand der Finanzanalyse ist, aufzeigt.

Close Brothers Seydler Research AG ist eine Tochtergesellschaft im Mehrheitsbesitz von Close Brothers Seydler Bank AG (nachstehend „CBS“). Close Brothers Seydler Research AG fertigt sein Research und seine Analysen jedoch unabhängig von CBS an. CBS bietet ein umfangreiches Serviceangebot an, das über Investment Banking und Liquiditätsbeschaffung (Designated Sponsoring) hinausgeht. CBS kann mit der analysierten Gesellschaft die folgenden Beziehungen haben (weitere Informationen und Angaben können auf Anfrage zur Verfügung gestellt werden):

- a. CBS hält eine Beteiligung von mehr als 5% am Grundkapital der analysierten Gesellschaft.
- b. CBS war an der Führung eines Konsortiums (Lead oder Co-Lead) beteiligt, welches als Selling Agent für die Emission von Finanzinstrumenten fungierte, die selbst oder deren Emittent innerhalb der letzten 12 Monate Gegenstand dieser Studie sind.
- c. CBS hat innerhalb der letzten 12 Monate Investment Banking- oder Beratungsleistungen für das analysierte Unternehmen erbracht, für die eine Vergütung zu entrichten war oder getätigt wurde.
- d. CBS fungiert als Designated Sponsor für die Wertpapiere der Gesellschaft, geregelt durch einen bestehenden Designated Sponsorship Vertrag. Diese Dienstleistung enthält auch das Stellen von Geld und Briefkursen. Auf Grundlage des Designated Sponsoring Vertrages kann CBS regelmäßig Anteile an der Gesellschaft halten und eine Vergütung oder Honorar für seine Dienstleistungen vereinnahmen.
- e. Der Designated Sponsoring Vertrag beinhaltet ein vertraglich vereinbartes Honorar für Research-Dienstleistungen.
- f. Das Unternehmen, das Gegenstand der Analyse ist, hat sich mit CBSR auf einen Research-Dienstleistungsvertrag geeinigt. CBSR erhält im Gegenzug eine Kompensation.
- g. CBS hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen.

Folgende Interessenskonflikte waren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Studie gegeben: d, f

CBS und/oder seine Mitarbeiter oder Kunden dürfen hinsichtlich der in dieser Finanzanalyse angegebenen Wertpapiere oder entsprechenden Finanzinstrumenten Positionen eingehen sowie Käufe und/oder Verkäufe als Auftraggeber oder Vermittler durchführen. CBS ist es gestattet, für das analysierte Unternehmen Investment Banking-, Beratungs- und/oder andere Dienstleistungen zu erbringen und/oder führende Positionen bei den analysierten Gesellschaften einzunehmen. Die Vergütung des Verfassers steht in keinem direkten oder indirekten Zusammenhang mit den in dieser Studie vertretenen Empfehlungen oder Meinungen.

Bewertungssystem:

Close Brothers Seydler Research AG verwendet ein Rating System für die Bewertung von Aktien, das drei Bewertungsstufen beinhaltet. Die Ratings beziehen sich auf einen Investitionszeitraum von bis zu 6 Monaten:

KAUFEN: Wir erwarten eine absolute Performance des Aktienkurses von mindestens +10%.

HALTEN: Wir erwarten eine absolute Performance des Aktienkurses zwischen 0% und +10%.

VERKAUFEN: Wir erwarten eine absolute Performance des Aktienkurses von unter 0%.

Bewertungshistorie der vergangenen 12 Monate für die in dieser Studie analysierte Gesellschaft:

Datum	Rating	Aktienkurs zum Zeitpunkt der Analyse	Kursziel
17. November 2009	KAUFEN	EUR 13,95	EUR 24,00
21. April 2010	KAUFEN	EUR 19,80	EUR 27,00
19. Mai 2010	KAUFEN	EUR 18,19	EUR 25,00
20. August 2010	KAUFEN	EUR 17,98	EUR 25,00

Risikoskalierung:

Close Brothers Seydler Research AG verwendet ein Rating System für die Bewertung von Risiken, das drei Bewertungsstufen beinhaltet. Die Ratings beziehen sich auf einen Investitionszeitraum von bis zu 6 Monaten:

GERING: Volatilität wird niedriger als beim Vergleichsindex erwartet

MITTEL: Volatilität wird konform zum Vergleichsindex erwartet

HOCH: Volatilität wird höher als beim Vergleichsindex erwartet

Die folgenden Bewertungsmethoden werden zur Bewertung von Unternehmen herangezogen: Multiplikatorenmodelle (KGV, Kurs/Cash Flow, Kurs/Buchwert, Unternehmenswert (EV)/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Liquidationswertansätze oder Bewertungsverfahren von Vermögenswerten. Die Bewertungsmodelle werden von makroökonomischen Größen wie Zinsen, Wechselkursen, Rohstoffpreisen und Konjunkturschätzungen beeinflusst. Zudem beeinflussen auch Marktstimmungen die Bewertung von Unternehmen. Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, der Kapitalflussrechnung und Bilanz sind stichtagsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit mit vorheriger Ankündigung ändern.

Die in dieser Studie enthaltenen Meinungen und Prognosen stammen ausschließlich von dem Verfasser der Studie. Die für die Erstellung der Studie herangezogenen wesentlichen Informationsquellen sind Veröffentlichungen in nationalen und internationalen Medien wie Informationsdiensten (u.a. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX), Fachpresse (u.a. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times), Fachpublikationen, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten. Zudem fanden im Vorfeld der Unternehmensstudie Gespräche mit der Geschäftsleitung statt. Teile der Studie wurden dem Emittenten möglicherweise vor der Veröffentlichung ausgehändigt. Danach wurden keine wesentlichen Änderungen mehr vorgenommen. Die in dieser Studie enthaltenen Informationen basieren auf Daten, die für zuverlässig gehalten werden. Der Verfasser kann jedoch die Richtigkeit und Vollständigkeit der Daten nicht gewährleisten. Die hier enthaltenen Meinungen und Schätzungen wurden nach derzeit bestem Wissen vorgenommen und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Mögliche Fehler oder Unvollständigkeiten der Informationen begründen keine Gewährleistungsansprüche, weder in Bezug auf indirekte oder direkte Schäden noch auf Folgeschäden. Die Darstellung der analysierten Gesellschaft spiegelt die persönliche Meinung des Verfassers wieder. Alle Mitarbeiter der Gesellschaft des Verfassers, die an der Erstellung der Studie oder der Finanzanalyse beteiligt waren, unterliegen hausinternen Compliance-Regelungen.

Die Studie dient Informationszwecken und sollte nicht als Empfehlung, Angebot oder Aufforderung verstanden werden, in dieser Studie genannte Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen. Die historische Entwicklung ist nicht notwendigerweise ein Hinweis auf die zukünftige Wertentwicklung. Der Verfasser übernimmt keine Haftung für Verluste, die sich direkt oder als Folge aus der Nutzung von Informationen aus dieser Studie begründen. Die Studie ist vertraulich und wird nur an einen ausgewählten Empfängerkreis versandt. Die Studie wurde ausschließlich für professionelle Investoren erstellt und richtet sich nicht an Privatanleger. Daher sollte sie nicht an derartige Personenkreise weitergegeben werden. Weiterhin darf die Studie elektronisch verschickt werden, bevor sie in ausgedruckter Form zur Verfügung steht. Es ist ohne die vorherige schriftliche Erlaubnis des Verfassers nicht gestattet, die Studie für andere Investmentfirmen oder Einzelpersonen zu vervielfältigen (weder gesamt noch in Teilen). Der Verfasser ist weder in Großbritannien noch in einer Genehmigungsbehörde in den USA registriert.

Es wurde im Voraus nicht festgelegt, ob und in welchen Zeitabständen diese Studie aktualisiert wird. Falls nicht anders angegeben, beziehen sich die aktuellen Kurse auf Schlusskurse des vorherigen Handelstages. Die historische Entwicklung ist nicht notwendigerweise ein Hinweis auf die zukünftige Wertentwicklung. Der Verfasser behält sich das Recht vor, seine Meinung ohne vorherige Ankündigung zu ändern, d.h. die enthaltenen Meinungen spiegeln die Einschätzung des Verfassers zum Veröffentlichungstag dieser Studie wieder.

Diese Finanzanalyse wurde erstellt, um institutionelle Investoren zu informieren, damit diese ihre eigenen Investitionsentscheidungen treffen können. Sie wurde nicht erstellt, um einen spezifischen Investor hinsichtlich seiner Investitionen zu beraten. Durch die Annahme dieser Studie bestätigt der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen. Die Studie unterliegt dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Der Gerichtsstand für etwaige Streitigkeiten ist Frankfurt am Main (Deutschland).

Dieses Dokument ist lediglich Investoren in den US angedient, die (i) „maßgebliche institutionelle Investoren“ (nach Regelung der SEC Rule 15a-6 sowie dem entsprechenden anwendbaren Interpretationen) und auch „qualifizierte institutionelle Käufer“ (QIBs) unter Anwendung der SEC Rule 144A veröffentlicht durch die Börsenaufsichtsbehörde SEC entsprechend des Wertpapiergesetzes von 1933, novelliert als der („Securities Act“) oder (ii) Investoren, die nicht „US Personen“ unter Anwendung der Regulierung S nach dem „Securities Act“ und dazu gehörenden anwendbaren Interpretationen sind. Das Angebot oder der Verkauf bestimmter Wertpapiere an QIB's kann nach Maßregelung der Regel 144A erfolgen. Solche Wertpapiere können auch unter Beabsichtigung der Umgehung von Regulierung S außerhalb der USA angebotene und verkaufte Wertpapiere darstellen. Dieses Dokument stellt in keiner Hinsicht ein Angebot oder eine Interessensbekundung zum Verkauf von sämtlichen Wertpapieren nach Regulierung S dar. Sämtliche dieser Wertpapiere können zu diesem Zeitpunkt nicht US-Personen angeboten oder verkauft werden sowie nur an US-Personen wiederverkauft werden, wenn diese Wertpapiere nach dem Wertpapiergesetz von 1933, wie novelliert, und anwendbaren staatlichen Wertpapiergesetzen registriert sind, oder eine Ausnahmeregelung von der Regulierung verfolgen.

Dieses Dokument ist zum Vertrieb lediglich an Personen im oder aus dem Vereinigten Königreich gerichtet, die

autorisiert sind oder nach Maßgabe des „Financial Services and Markets Act 2000“ oder jeglichem dem zugrundeliegenden Auftrag des Vereinigten Königreichs ausgenommene Personen sind oder an professionelle Investoren nach Definition der Section 19 des „Financial Services and Markets Act (Financial Promotion)“ Order 2005 und darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden.

Dieses Dokument ist in Kanada nur für Pensionsfonds, Mutual Funds, Banken, Asset Manager und Versicherungsgesellschaften bestimmt. Der Vertrieb dieses Dokuments unter anderen Gerichtsbarkeiten kann durch das Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Insbesondere darf dieses Dokument, weder direkt noch indirekt, nicht nach Japan oder an jegliche dort ansässige Personen versandt oder vertrieben werden.

Zuständige Aufsichtsbehörde:
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)
Graurheindorferstraße 108
53117 Bonn

und

Lurgiallee 12
60439 Frankfurt

Close Brothers Seydler
Research AG

Schillerstraße 27-29
60313 Frankfurt am Main
www.cbseydlerresearch.ag
Tel.: 0049 - (0)69 - 97 78 45 60