

Empfehlung: **KAUFEN** (KAUFEN) Risiko: **MITTEL** (MITTEL) Kursziel: **EUR 27,00** (25,00)

12. November 2010

## Weiterhin starke Geschäftsentwicklung euromicron kann DPR-Korrekturen problemlos verarbeiten

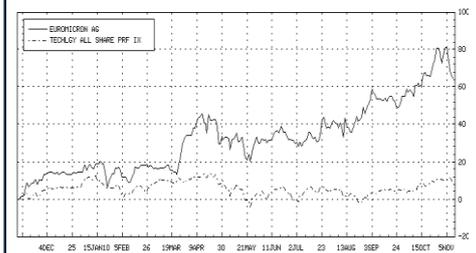
- Q3 hat wiederum unseren Erwartungen entsprochen. Der Umsatz stieg um 23,9% auf 53,6 Mio. EUR (Vorjahr: 43,3 Mio. EUR). Das Auslandsgeschäft wurde von 4,4 Mio. EUR in Q3 2009 um 44% auf 6,3 Mio. EUR gesteigert, so dass der Auslandsanteil am Umsatz mit 11,7% weiterhin relativ konstant blieb. Die Rohmarge konnte gegenüber dem Vorjahr von 40,1% auf 42,7% verbessert werden. Das EBIT stieg in Q3 auf 3,2 Mio. EUR (+27,5%), womit die EBIT-Marge von 5,1% in Q3 2009 auf 5,7% anstieg. Der unverwässerte Gewinn je Aktie belief sich in Q3 auf 0,31 EUR (0,21 EUR).
- Die starke Entwicklung des Auftragseingangs setzte sich fort. Zum 30.9.10 erreichte er 154,0 Mio. EUR (+17,5% gegenüber 131,0 Mio. EUR in 9M 2009). Der Auftragsbestand lag mit 100,3 Mio. EUR (Vorjahr: 80,1 Mio. EUR) weiterhin oberhalb der 100 Mio. Euro-Marke. Die Aufträge sollen zu einem großen Teil in Q4 zur Abrechnung kommen. Laut Bitkom-Index ist zudem die Konjunkturlage im ITK-Sektor so gut wie seit Jahren nicht mehr und entwickelt sich derzeit in allen Marktsegmenten positiv. Wir sehen daher eine gute Basis für eine Anhebung unserer Umsatz- und Gewinnsschätzungen für 2010E-2012E (siehe Anhang). Unsere Schätzung für den Gewinn je Aktie 2010E erhöht sich von 2,44 EUR auf 2,57 EUR.
- Das DPR-Prüfungsverfahren zu den Jahren 2006 bis 2008 sowie eine von euromicron initiierte Prüfung des 2009er Abschlusses wurden abgeschlossen. Die Auswirkungen der Fehlerfeststellung – ca. 7,5 Mio. EUR – werden im Abschluss 2010 mit dem Eigenkapital verrechnet. Die Korrekturen bezogen sich v.a. auf Kaufpreisallokationen aus Akquisitionen, bezüglich derer in der Fachwelt generell einige Uneinigkeit herrscht. Sie können mangels Detailinformationen noch nicht in unseren Schätzungen abgebildet werden, sollen laut euromicron aber keine Auswirkungen auf Umsatz-, Ergebnis- und Cash-flow-Prognosen der euromicron AG haben.
- Wir erhöhen auf Basis unseres Bewertungsmodells das Kursziel von 25,00 EUR auf 27,00 EUR. Angesichts der günstigen Bewertungsmultiplikatoren (KGV 2011E von 7,6) sehen wir weiterhin ein hohes Kurspotential und empfehlen unverändert, die Aktie zu KAUFEN.

GJ 31.12., Mio. EUR	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatzerlöse	164,6	187,3	210,0	222,6	234,8
EBITDA	18,8	21,1	25,0	27,4	29,8
EBIT	16,0	18,0	21,1	23,5	25,5
Nettoergebnis	8,1	10,7	12,3	13,9	15,4
Gewinn je Aktie	1,78	2,39	2,57	2,80	3,09
Cashflow je Aktie	1,00	3,16	2,08	2,79	3,86
Dividende je Aktie	1,00	1,00	1,10	1,10	1,10
Rohmarge	48,9%	49,2%	50,0%	49,4%	49,4%
EBITDA-Marge	11,5%	11,6%	11,9%	12,3%	12,7%
EBIT-Marge	9,8%	9,9%	10,0%	10,5%	10,9%
EV*/EBITDA	9,1	8,2	6,9	6,3	5,8
EV*/EBIT	10,8	9,5	8,2	7,3	6,7
KGV	11,9	8,9	8,3	7,6	6,9

Quelle: CBS Research AG, euromicron AG

\*EV inkl. geschätztem Marktwert der Minderheitsanteile

Aktienkurs (dunkel) vs. Technology All Share Index



Quelle: CBS Research AG; Bloomberg; euromicron AG

Veränd.	2010e		2011e		2012e	
	neu	alt	neu	alt	neu	alt
Umsatz	210,0	204,2	222,6	214,4	234,8	225,1
EBITDA	25,0	24,0	27,4	26,4	29,8	28,5
GjA	2,57	2,44	2,80	2,69	3,09	2,94

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

#### Aktien Daten:

Aktienkurs (letzter Schlusskurs, EUR):	<b>21,26</b>
Anzahl Aktien exkl. zurückgekaufte (Mio.):*	5,0
Marktkapitalisierung (EUR Mio.):*	105,6
Unternehmenswert (EUR Mio.):**	171,8
Ø tägliches Handelsvolumen (6 Mo., Stk.):	19.828

\*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):	23,96
52 Wochen Tief (EUR):	13,46
Absolute Performance (12 Monate):	8,0%
Relative Performance vs. Technology All Share Index:	
1 Monat	-1,8%
3 Monate	6,5%
6 Monate	14,1%
12 Monate	41,3%

#### Aktionäre (in % des Grundkapitals inkl.):

Sonstiger Streubesitz	71,1%
DWS Investment GmbH	5,7%
Allianz Global Investors KAG	5,2%
Universal Investment	5,1%
AvW	5,0%
Wyser-Pratte Management Co.	4,9%
Eigene Anteile (gehalten von euromicron AG)	3,1%

#### Finanzkalender:

16/17 November 2010:	Roadshow London und Wien
20 November 2010:	Eigenkapitalforum Frankfurt/M

#### 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

## Anhang

### Quartalszahlen: Vergleich gegenüber Vorjahr

IFRS	in Mio. EUR	Q3 2010	Q3 2009	9M 2010	9M 2009
<b>Umsatzerlöse</b>		53,6	43,3	149,8	131,0
Veränderung ggü. Vorjahr		23,9%	-10,4%	14,3%	6,9%
davon Deutschland		47,3	38,9	132,5	114,4
Veränderung ggü. Vorjahr		21,6%	-6,9%	15,9%	9,5%
davon Euro-Zone		6,2	3,7	15,0	14,7
Veränderung ggü. Vorjahr		66,6%	-22,7%	2,0%	-3,3%
davon Rest der Welt		0,1	0,6	2,2	1,9
Veränderung ggü. Vorjahr		-85,6%	-62,2%	16,8%	-32,1%
<b>Gesamtleistung</b>		55,4	49,1	151,8	136,8
<b>Rohertrag</b>		23,6	19,7	72,4	62,6
in % der Gesamtleistung		42,7%	40,1%	47,7%	45,8%
<b>EBIT vor Holding-Kosten/Einmalaufw.</b>		4,7	3,7	14,8	13,5
in % der Gesamtleistung		8,6%	7,6%	9,8%	9,9%
<b>EBITDA</b>		4,2	3,3	13,1	10,8
in % der Gesamtleistung		7,6%	6,7%	8,6%	7,9%
<b>EBIT</b>		3,2	2,5	10,3	8,6
in % der Gesamtleistung		5,7%	5,1%	6,8%	6,3%
<b>EBT</b>		2,8	1,8	8,6	6,7
in % der Gesamtleistung		5,1%	3,7%	5,7%	4,9%
<b>Nettoergebnis nach Minderheitsanteilen</b>		1,5	1,0	5,6	4,3
in % der Gesamtleistung		2,7%	1,9%	3,7%	3,1%
<b>Ergebnis je Aktie, unverwässert (EUR)</b>		0,31	0,21	1,17	0,96
<b>Operativer Cashflow (aus der lfd. G.t.)</b>		0,7	2,1	-1,9	1,7
<b>Free Cash Flow</b>		0,1	0,9	-6,3	-3,2
<b>Auftragseingang seit Jahresanfang</b>		45,2	42,5	154,0	131,0
<b>Auftragsbestand am Periodenende</b>		100,3	80,1	100,3	80,1

Quelle: euromicron AG, CBS Research AG

### Änderungen unserer Schätzungen

in Mio. EUR (außer GJA)	2010e		2011e		2012e	
	neu	alt	neu	alt	neu	alt
Umsatz	210,0	204,2	222,6	214,4	234,8	225,1
Gesamtleistung	210,0	204,5	222,9	214,7	235,1	225,4
EBITDA	25,0	24,0	27,4	26,4	29,8	28,5
EBIT	21,1	20,3	23,5	22,4	25,5	24,2
Nettoergebnis nach Minderh.	12,3	11,7	13,9	13,4	15,4	14,6
Gewinn je Aktie (EUR)	2,57	2,44	2,80	2,69	3,09	2,94

Source: CBS Research AG

**Gewinn- und Verlustrechnung**

	IFRS	in TEUR	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Umsatzerlöse</b>			<b>136.457</b>	<b>164.628</b>	<b>187.334</b>	<b>210.000</b>	<b>222.600</b>	<b>234.843</b>
Veränderung zum Vorjahr in %			17,7%	20,6%	13,8%	12,1%	6,0%	5,5%
Bestandsveränderungen			-2.576	-1.427	-6.882	0	0	0
Aktivierete Eigenleistungen			784	358	1.702	37	300	300
<b>Gesamtleistung</b>			<b>134.665</b>	<b>163.559</b>	<b>182.154</b>	<b>210.037</b>	<b>222.900</b>	<b>235.143</b>
Materialaufwand			-62.345	-83.517	-92.468	-105.019	-112.787	-118.982
in % der Gesamtleistung			-46,3%	-51,1%	-50,8%	-50,0%	-50,6%	-50,6%
<b>Rohrertrag</b>			<b>72.320</b>	<b>80.042</b>	<b>89.686</b>	<b>105.019</b>	<b>110.113</b>	<b>116.161</b>
in % der Gesamtleistung			53,7%	48,9%	49,2%	50,0%	49,4%	49,4%
Personalaufwand			-39.543	-43.009	-48.136	-54.610	-57.954	-60.667
in % der Gesamtleistung			-29,4%	-26,3%	-26,4%	-26,0%	-26,0%	-25,8%
Sonstige betriebliche Erträge			2.153	2.618	2.101	1.470	1.516	1.552
in % der Gesamtleistung			1,6%	1,6%	1,2%	0,7%	0,7%	0,7%
Sonstige betriebliche Aufwendungen			-19.711	-20.804	-22.554	-26.885	-26.302	-27.277
in % der Gesamtleistung			-14,6%	-12,7%	-12,4%	-12,8%	-11,8%	-11,6%
<b>EBITDA</b>			<b>15.219</b>	<b>18.847</b>	<b>21.097</b>	<b>24.994</b>	<b>27.372</b>	<b>29.769</b>
in % der Gesamtleistung			11,3%	11,5%	11,6%	11,9%	12,3%	12,7%
Abschreibungen auf immat. AV und Sachanlagen			-3.196	-2.837	-3.060	-3.890	-3.890	-4.256
in % der Gesamtleistung			-2,4%	-1,7%	-1,7%	-1,9%	-1,7%	-1,8%
<b>EBIT</b>			<b>12.009</b>	<b>16.000</b>	<b>18.037</b>	<b>21.105</b>	<b>23.482</b>	<b>25.513</b>
in % der Gesamtleistung			8,9%	9,8%	9,9%	10,0%	10,5%	10,9%
Finanzergebnis (netto)			-1.933	-3.962	-2.832	-2.456	-2.900	-2.814
<b>EBT (Gewinn vor EE-Steuer)</b>			<b>10.076</b>	<b>12.038</b>	<b>15.205</b>	<b>18.649</b>	<b>20.582</b>	<b>22.699</b>
in % der Gesamtleistung			7,5%	7,4%	8,3%	8,9%	9,2%	9,7%
EE-Steuer			-2.592	-3.305	-3.758	-5.797	-6.169	-6.805
in % EBT			-25,7%	-27,5%	-24,7%	-31,1%	-30,0%	-30,0%
<b>Nettoergebnis vor Minderheitsanteilen</b>			<b>7.484</b>	<b>8.733</b>	<b>11.447</b>	<b>12.852</b>	<b>14.412</b>	<b>15.895</b>
Minderheitenanteile			482	666	703	542	518	538
<b>Nettoergebnis</b>			<b>7.002</b>	<b>8.067</b>	<b>10.744</b>	<b>12.310</b>	<b>13.895</b>	<b>15.357</b>
in % der Gesamtleistung			5,2%	4,9%	5,9%	5,9%	6,2%	6,5%
Anzahl der Aktien (in Tsd. St.), unverwässert			4.585	4.534	4.503	4.796	4.969	4.969
<b>Ergebnis je Aktie in Euro, unverwässert</b>			<b>1,53</b>	<b>1,78</b>	<b>2,39</b>	<b>2,57</b>	<b>2,80</b>	<b>3,09</b>

Quelle: CBS Research AG, euromicron AG

## Bilanz

	IFRS	in TEUR	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Aktiva</b>								
<b>Langfristige Aktiva</b>			<b>83.115</b>	<b>96.262</b>	<b>107.211</b>	<b>104.836</b>	<b>104.333</b>	<b>103.635</b>
in % der Bilanzsumme			56,2%	55,9%	57,7%	53,0%	50,9%	47,6%
Immaterielle Vermögensgegenstände ohne Goodwill			5.750	7.287	9.579	8.986	8.543	8.033
Goodwill			66.910	78.816	84.044	84.044	84.044	84.044
Sachanlagevermögen			8.009	8.965	10.913	9.663	9.995	10.071
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	866	469	200
<b>Kurzfristige Aktiva</b>			<b>64.897</b>	<b>75.853</b>	<b>78.694</b>	<b>93.062</b>	<b>100.817</b>	<b>114.072</b>
in % der Bilanzsumme			43,8%	44,1%	42,3%	47,0%	49,1%	52,4%
Vorräte			12.523	14.353	13.235	16.803	18.055	18.811
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen			36.243	45.126	51.197	58.110	62.206	64.984
Vermögensgegenstände			3.689	5.128	4.489	4.726	4.904	4.938
Liquide Mittel			12.442	11.246	9.773	13.424	15.652	25.338
<b>Summe Aktiva</b>			<b>148.012</b>	<b>172.115</b>	<b>185.905</b>	<b>197.898</b>	<b>205.149</b>	<b>217.707</b>
<b>Passiva</b>								
<b>Eigenkapital</b>			<b>70.445</b>	<b>73.801</b>	<b>80.264</b>	<b>95.266</b>	<b>104.726</b>	<b>115.667</b>
in % der Bilanzsumme			47,6%	42,9%	43,2%	48,1%	51,0%	53,1%
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 Ergebnisvorrträge			-9.086	-5.689	-2.125	4.116	11.474	20.415
Konzernjahresüberschuss			7.002	8.067	10.744	12.310	13.895	15.357
Minderheitenanteile			684	1.098	1.248	906	1.424	1.962
<b>Langfristige Passiva</b>			<b>27.370</b>	<b>28.348</b>	<b>25.003</b>	<b>21.184</b>	<b>22.051</b>	<b>22.104</b>
in % der Bilanzsumme			18,5%	16,5%	13,4%	10,7%	10,7%	10,2%
Rückstellungen			644	446	1.011	1.000	1.070	1.100
Verbindlichkeiten			23.615	23.607	18.803	14.943	15.725	15.732
- davon Finanzverbindlichkeiten (inkl. Finanzierungsleasingverb.)			23.001	23.465	18.701	14.825	15.600	15.600
Latente Steuern			3.111	4.295	5.189	5.241	5.257	5.272
<b>Kurzfristige Passiva</b>			<b>50.197</b>	<b>69.966</b>	<b>80.638</b>	<b>81.449</b>	<b>78.372</b>	<b>79.935</b>
in % der Bilanzsumme			33,9%	40,7%	43,4%	41,2%	38,2%	36,7%
Rückstellungen			1.731	3.515	1.467	2.738	998	1.233
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen			11.514	13.620	20.519	21.579	23.175	24.448
Übrige Verbindlichkeiten			36.952	52.831	58.652	57.131	54.199	54.254
- davon Finanzverbindlichkeiten (inkl. Finanzierungsleasingverb.)			29.442	45.127	50.013	50.200	47.200	47.200
<b>Summe Passiva</b>			<b>148.012</b>	<b>172.115</b>	<b>185.905</b>	<b>197.898</b>	<b>205.149</b>	<b>217.707</b>

Quelle: CBS Research AG, euromicron AG

**Kapitalflussrechnung**

	IFRS	in TEUR	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern</b>			16.000	18.037	21.105	23.482	25.513
Abschreibungen auf das Anlagevermögens			2.847	3.060	3.890	3.890	4.256
Veränderung der Rückstellungen			-447	-1.309	87	96	54
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen			-1.056	-3.207	-491	-506	-520
Zunahme/Abnahme der Vorräte, der Forderungen und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie anderer Aktiva und Passiva			-5.227	4.548	-8.116	-2.674	-1.019
Gezahlte/erhaltene Steuern			-2.870	-4.509	-4.032	-7.524	-6.309
Gezahlte und erhaltene Zinsen			-4.719	-2.395	-2.456	-2.900	-2.814
<b>Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit</b>			<b>4.528</b>	<b>14.225</b>	<b>9.986</b>	<b>13.864</b>	<b>19.162</b>
Netto-Investitionen in das immaterielle Anlagevermögen und das Sachanlagevermögen			-3.914	-5.894	-2.047	-3.778	-3.822
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
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>			<b>-13.296</b>	<b>-9.872</b>	<b>-5.022</b>	<b>-3.778</b>	<b>-3.822</b>
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	-3.747	-2.225	0
Ausschüttungen an/ Entnahmen von Minderheitsgesellschaftern			-252	-552	-600	-680	-700
Eigene Anteile			-1.261	0	0	0	0
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>			<b>7.822</b>	<b>-5.891</b>	<b>-1.313</b>	<b>-7.858</b>	<b>-5.653</b>
<b>Veränderung des Finanzmittelbestandes</b>			<b>-946</b>	<b>-1.538</b>	<b>3.651</b>	<b>2.228</b>	<b>9.686</b>
Finanzmittelbestand zu Beginn der Periode			11.112	10.166	8.628	12.279	14.507
<b>Finanzmittelbestand zum Ende der Periode</b>			<b>10.166</b>	<b>8.628</b>	<b>12.279</b>	<b>14.507</b>	<b>24.193</b>
zuzüglich Wertpapiere			1.080	1.145	1.145	1.145	1.145
<b>Zahlungsmittel und Wertpapiere laut Bilanz</b>			<b>11.246</b>	<b>9.773</b>	<b>13.424</b>	<b>15.652</b>	<b>25.338</b>

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

## Discounted Cash Flow-Modell

Mio. EUR	PHASE 1			PHASE 2						PHASE 3	
	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	∞
Gesamtleistung	210,0	222,9	235,1	245,7	255,6	264,5	272,4	279,2	286,2	289,1	
Jährl. Wachstum	20,6%	6,1%	5,5%	4,5%	4,0%	3,5%	3,0%	2,5%	2,5%	1,0%	
EBIT	21,1	23,5	25,5	22,1	22,4	22,5	22,5	22,3	21,5	21,7	
EBIT-Marge	10,0%	10,5%	10,9%	9,0%	8,8%	8,5%	8,3%	8,0%	7,5%	7,5%	
Einkommensteuern auf EBIT	-6,6	-7,0	-7,6	-6,6	-6,7	-6,7	-6,7	-6,7	-6,4	-6,5	
Abschreibungen	3,9	3,9	4,3	3,5	3,2	2,7	2,3	2,4	1,7	1,0	
Veränderungen der lfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Veränderung des Nettoumlaufvermögens	-8,0	-2,6	-1,0	-0,5	-2,0	-1,8	-1,6	-1,4	-1,4	-0,7	
Investitionen in das Anlagevermögen	-5,0	-3,8	-3,8	-3,6	-3,2	-2,8	-2,4	-2,4	-1,7	-1,0	
<b>Free Cash Flow</b>	<b>5,4</b>	<b>14,0</b>	<b>17,3</b>	<b>14,9</b>	<b>13,6</b>	<b>13,9</b>	<b>14,1</b>	<b>14,3</b>	<b>13,6</b>	<b>14,5</b>	
<b>Barwerte</b>	<b>5,3</b>	<b>12,8</b>	<b>14,7</b>	<b>11,7</b>	<b>9,9</b>	<b>9,3</b>	<b>8,8</b>	<b>8,2</b>	<b>7,2</b>	<b>7,1</b>	<b>106,1</b>
Barwert Phase 1	32,8										
Barwert Phase 2	62,2										
Barwert Phase 3	106,1										
Barwert total	201,1										
+ Liquide Mittel	5,1										
- Finanzschulden	-68,1										
- Marktwert der Minderheitenanteile	-3,4										
<b>Fairer Wert des Eigenkapitals</b>	<b>134,7</b>										
Anzahl ausstehende Aktien (Mio.)	5,0										
<b>Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>27,11</b>										

Risikofreie Rendite	3,5%	Ziel-Eigenkapitalquote	55,0%
Risikoprämie EK	6,0%	Beta	1,20
Risikoprämie FK	2,5%	<b>WACC</b>	<b>7,77%</b>
Tax shield (Phase 3)	30,1%	<b>Wachstum Phase 3</b>	<b>1,0%</b>

Sensitivitätsanalyse						
Wachstum in Phase 3						
	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	
<b>WACC</b>	<b>6,8%</b>	29,76	31,73	34,05	36,80	40,12
	<b>7,3%</b>	26,78	28,41	30,30	32,52	35,16
	<b>7,8%</b>	24,18	25,54	<b>27,11</b>	28,92	31,05
	<b>8,3%</b>	21,88	23,04	24,35	25,85	27,59
	<b>8,8%</b>	19,85	20,83	21,94	23,20	24,64

Quelle: CBS ResearchAG

## Research



Schillerstrasse 27 - 29  
60313 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (0)69 – 977 8456-0

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

## 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 <a href="mailto:Raimar.Bock@cbseydler.com">Raimar.Bock@cbseydler.com</a>		
Rüdiger Eich (Germany, Switzerland)	+49 (0)69 -9 20 54-119 <a href="mailto:Ruediger.Eich@cbseydler.com">Ruediger.Eich@cbseydler.com</a>	Uwe Gerhardt (Germany, Switzerland)	+49 (0)69 -9 20 54-168 <a href="mailto:Uwe.Gerhardt@cbseydler.com">Uwe.Gerhardt@cbseydler.com</a>
Klaus Korzilius (Austria, Benelux, Germany)	+49 (0)69 -9 20 54-114 <a href="mailto:Klaus.Korzilius@cbseydler.com">Klaus.Korzilius@cbseydler.com</a>	Stefan Krewinkel (Execution, UK)	+49 (0)69 -9 20 54-118 <a href="mailto:Stefan.Krewinkel@cbseydler.com">Stefan.Krewinkel@cbseydler.com</a>
Markus Laifle (Execution)	+49 (0)69 -9 20 54-120 <a href="mailto:Markus.Laifle@cbseydler.com">Markus.Laifle@cbseydler.com</a>	Bruno de Lencquesaing (Benelux, France)	+49 (0)69 -9 20 54-116 <a href="mailto:Bruno.deLencquesaing@cbseydler.com">Bruno.deLencquesaing@cbseydler.com</a>



### 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 <a href="mailto:thiggins@hudsonsecurities.com">thiggins@hudsonsecurities.com</a>
-------------	---

## 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

12. November 2010	KAUFEN	EUR 21,26	EUR 27,00
-------------------	--------	-----------	-----------

#### 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](http://www.cbseydlerresearch.ag)  
Tel.: 0049 - (0)69 - 97 78 45 60