

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

28. März 2011

## Guidance für 2010 gut erreicht

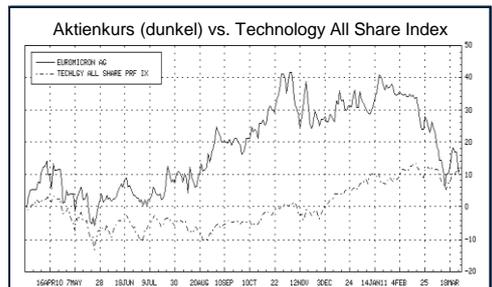
### Kapitalerhöhung und größere Akquisition geplant

- euromicron hat ungeprüfte vorläufige Zahlen vorgelegt. Der Umsatz erreichte rund 203 Mio. EUR (Vorjahr: 187 Mio. EUR). Das EBIT wird knapp über 20 Mio. EUR (Vorjahr: 18 Mio. EUR) und das EBITDA rund 24 Mio. EUR (+14%) erreichen. Bei einer Steuerquote von etwa 30% (noch vorbehaltlich besonderer latenter Steuereffekte) geht die euromicron aktuell von einem Jahresüberschuss zwischen 11 und 12 Mio. EUR aus. Damit hat das Unternehmen die eigene Guidance (200 Mio. EUR Umsatz, 8-11% EBIT-Marge) gut erreicht. Die letzten Schätzungen von Close Brothers Seydler Research haben sich jedoch als etwas zu optimistisch erwiesen. Die Ausschüttungspolitik soll beibehalten werden, was bedeutet, dass etwa die Hälfte des Gewinns ausgeschüttet werden sollen. Dies entspräche wohl in etwa unserer bisherigen Dividendenschätzung von 1,10 EUR je Aktie.
- Die Veröffentlichung des Jahresabschlusses 2010 verschiebt sich um 3 Wochen auf den 21.4.11. Dies bietet jedoch keinen Anlass zur Beunruhigung, da es ausschließlich auf einen nach Abschluss des DPR-Verfahrens notwendig gewordenen Wirtschaftsprüferwechsel zurückzuführen ist.
- In einem Interview hat sich der Vorstand von euromicron zu den Zielen für 2011 geäußert. Beim Umsatz wird auf annualisierter Basis (also inklusive des gesamten Jahresumsatzes von unterjährig akquirierten Unternehmen) die Marke von 300 Mio. Euro in 2011 anvisiert. Eine größere Akquisition soll diesen Umsatzsprung ermöglichen. Zur Finanzierung dieses externen Wachstums plant das Management, sich auf der nächsten Hauptversammlung eine weitere Kapitalerhöhung genehmigen zu lassen.
- Solange keine detaillierten Informationen zu den Finanzdaten für 2010 vorliegen, lassen wir unsere Schätzungen für 2011E und 2012E unverändert. Es ist jedoch möglich, dass wir unsere Schätzungen, die ausschließlich organisches Wachstum berücksichtigen, nach Vorlage des Jahresabschlusses etwas nach unten korrigieren werden. Angesichts des aktuellen Kursniveaus sehen wir jedoch auch dann keinerlei Gefahr für unsere Kaufempfehlung, die wir – bei zunächst unverändertem Kursziel von 27,00 EUR – beibehalten.

| GJ 31.12., Mio. EUR | 2008  | 2009  | 2010e | 2011e | 2012e |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Umsatzerlöse        | 164,6 | 187,3 | 203,0 | 222,6 | 234,8 |
| EBITDA              | 18,8  | 21,1  | 23,9  | 27,4  | 29,8  |
| EBIT                | 16,0  | 18,0  | 20,0  | 23,5  | 25,5  |
| Nettoergebnis       | 8,1   | 10,7  | 11,2  | 13,9  | 15,4  |
| Gewinn je Aktie     | 1,78  | 2,39  | 2,33  | 2,80  | 3,09  |
| Cashflow je Aktie   | 1,00  | 3,16  | 2,10  | 2,64  | 3,76  |
| 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% | 11,8% | 12,3% | 12,7% |
| EBIT-Marge          | 9,8%  | 9,9%  | 9,9%  | 10,5% | 10,9% |
| EV*/EBITDA          | 8,6   | 7,6   | 6,7   | 5,9   | 5,4   |
| EV*/EBIT            | 10,1  | 8,9   | 8,0   | 6,9   | 6,3   |
| KGV                 | 10,4  | 7,7   | 7,9   | 6,6   | 6,0   |

Quelle: CBS Research AG, euromicron AG

\*EV inkl. geschätztem Marktwert der Minderheitsanteile



Quelle: CBS Research AG; Bloomberg; euromicron AG

| Veränd. | 2010e |       | 2011e |       | 2012e |       |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|         | neu   | alt   | neu   | alt   | neu   | alt   |
| Umsatz  | 203,0 | 210,0 | -     | 222,6 | -     | 234,8 |
| EBITDA  | 23,9  | 25,0  | -     | 27,4  | -     | 29,8  |
| GjA     | 2,33  | 2,57  | -     | 2,80  | -     | 3,09  |

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

#### Aktienkennwerte:

|   |              |
|---|--------------|
| Aktienkurs (letzter Schlusskurs, EUR):    | <b>18,49</b> |
| Anzahl Aktien (Mio.):                     | 5,1          |
| Marktkapitalisierung (EUR Mio.):          | 94,8         |
| Unternehmenswert (EUR Mio.):*             | 161,2        |
| Ø tägliches Handelsvolumen (6 Mo., Stk.): | 25.152       |

\*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):                                | 16,05  |
| Absolute Performance (12 Monate):                    | 2,1%   |
| Relative Performance vs. Technology All Share Index: |        |
| 1 Monat  | -12,9% |
| 3 Monate   | -22,8% |
| 6 Monate   | -22,1% |
| 12 Monate  | -6,2%  |

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

|                              |        |
|------------------------------|--------|
| Allianz Global Investors KAG | 5,18%  |
| Universal Investment         | 5,03%  |
| Union Investment             | 3,21%  |
| LBBW Asset Management        | 3,05%  |
| ERSTE-SPARINVEST             | 3,04%  |
| Sonstiger Streubesitz        | 80,49% |

#### Finanzkalender:

|                 |                       |
|-----------------|-----------------------|
| 21. April 2011: | Geschäftsbericht 2010 |
| 13. Mai 2011:   | Zwischenbericht Q1    |

#### 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

## Jahr 2010 erfolgreich abgeschlossen

In einem Interview hat sich der Vorstand Herr Thomas Hoffmann zu den Highlights 2010 geäußert. Neben der guten Umsatz- und Ertragsentwicklung seien insbesondere bei der Optimierung der Strukturen (Personalqualifizierung, IT-Harmonisierung/Optimierung, Verschmelzung von Einheiten zur Erhöhung der Schlagkräftigkeit) große Fortschritte erzielt worden. Zudem seien zwei kleinere Unternehmen übernommen worden, von denen das eine insbesondere euromicron's Portfolio im Bereich Fiber-to-the-Home gestärkt habe.

Die Veröffentlichung des Jahresabschlusses 2010 verschiebt sich um drei Wochen auf den 21. April 2011. Der Hintergrund bietet keinen Anlass zur Beunruhigung: Nachdem die euromicron AG die Auffassung der Deutschen Prüfstelle für Rechnungslegung akzeptiert hatte (siehe unser Update vom 12.11.2010) – anders als die BDO, die die Auffassung der DPR nicht geteilt hatte – hat sich die BDO Deutsche Warentreuhand AG wegen daraus entstandener Befangenheit an der Übernahme und Durchführung des Prüfungsauftrags für das Geschäftsjahr 2010 gehindert gesehen. Der Abschlussprüfer ist in einem solchen Fall von der Durchführung der Abschlussprüfung ausgeschlossen. Die Verwaltung der euromicron hat daraufhin pflichtgemäß im Wege des gesetzlichen Ersetzungsverfahrens durch das Amtsgericht eine neue Wirtschaftsprüfungsgesellschaft bestellen lassen. Das Gericht hat mit Bescheid vom 23.11.2010 PwC zum Wirtschaftsprüfer für den Jahres- und Konzernabschluss 2010 der euromicron AG bestellt. PwC konnte ihre Arbeit dementsprechend erst Anfang Dezember 2010 aufnehmen, und damit ca. vier Wochen später als der reguläre Abschlussprüfungsmodus bei der euromicron dies vorsieht.

Aufgrund dieser Verschiebung hat euromicron zunächst vorläufige Zahlen veröffentlicht. Angesichts des starken Auftragseingangs in 9M 2010 sowie der guten Konjunkturlage im ITK-Sektor hatten wir in unserem letzten Update die Umsatz- und Gewinnschätzungen für 2010E erhöht. Diese letzte Erhöhung hat sich im Nachhinein als etwas zu optimistisch erwiesen (s. Tabelle). Zu betonen ist jedoch, dass euromicron die eigene Guidance bequem erreicht hat und das EBITDA um rund 14% steigern konnte.

### Highlights 2010

### Verschiebung des Jahresabschlusses bietet keinen Anlass zur Beunruhigung

### Guidance bequem erreicht

### Vorläufige Zahlen GJ 2010

|  | 2010<br>IST<br>(vorläufige<br>Zirkawerte) | 2009<br>IST   | Verän-<br>derung<br>(zirka) | 2010<br>Guidance des<br>Unternehmens | 2010<br>CBSR-<br>Schätzungen |
|--|---|---------------|-----------------------------|--------------------------------------|------------------------------|
| Mio. EUR   |   |               |                             |                                      |                              |
| Umsatz   | 203                                       | 187,3         | 8,4%                        | 200,0                                | 210,0                        |
| EBITDA<br>in % vom Umsatz                          | 24<br>11,8%                               | 21,1<br>11,3% | 13,8%                       |                                      | 25,0<br>11,9%                |
| EBIT<br>in % vom Umsatz                            | 20<br>9,9%                                | 18,0<br>9,6%  | 10,9%                       | 8 - 11%                              | 21,1<br>10,0%                |
| Nettoergebnis                                      | 11 - 12                                   | 10,7          |                             |                                      | 12,3                         |
| Ergebnis pro Aktie*                                | 2.29 - 2.50                               | 2,39          |                             |                                      | 2,57                         |
| Dividende (2010: voraus-<br>sichtlicher Vorschlag) | konstante<br>Div.politik                  | 1,00          |                             |                                      | 1,10                         |

*\*vorläufige Ist-Spanne geschätzt aus angegebenem Nettogewinn und der von CBSR geschätzten gewichteten Anzahl ausstehender Aktien in 2010 (unverwässert ca. 4,8 Mio. Stück; der Verkauf der 157.234 eigenen Aktien wurde mangels Informationen erst zum Jahresende 2010 angenommen). In 2009 hatte die unverwässerte gewichtete Anzahl ausstehender Aktien noch 4,5 Mio. Stück betragen.  
Quelle: euromicron AG, CBS Research AG*

## Akquisition soll Umsatz auf 300 Mio. EUR bringen

In einem Interview hat sich der Vorstand von euromicron auch zu den Zielen für 2011 geäußert. Beim Umsatz wird auf annualisierter Basis (also inklusive des gesamten Jahresumsatzes von unterjährig akquirierten Unternehmen) die Marke von 300 Millionen Euro in 2011 anvisiert. Diesen Sprung soll eine größere Akquisition ermöglichen. Während euromicron's frühere Buy-& Build-Strategie mit kleineren Übernahmen vollzogen wurde, ist nun in 2011 der nächste Entwicklungsschritt mit einer größeren Akquisition (Größenordnung etwa 70 bis 90 Mio. EUR) geplant. Fünf potentielle Zielunternehmen seien ausgewählt worden, und zurzeit beschäftigt sich euromicron mit zwei dieser Unternehmen bereits näher (Bewertungsphase). Zur Finanzierung dieses externen Wachstums plant das Management, sich auf der nächsten Hauptversammlung eine weitere Kapitalerhöhung genehmigen zu lassen. Die Kapitalerhöhung soll auch die Liquidität in der Aktie erhöhen.

Solange keine detaillierten Informationen zu den Finanzdaten für 2010 vorliegen, lassen wir unsere Schätzungen für 2011E und 2012E unverändert. Auch den mittlerweile über die Börse erfolgten Verkauf der 157.234 eigenen Aktien und die dadurch bewirkte Erhöhung der Anzahl ausstehender Aktien einerseits und der liquiden Mittel andererseits vernachlässigen wir zunächst. Es ist jedoch möglich, dass wir unsere Schätzungen, die ausschließlich organisches Wachstum und insbesondere keine zukünftigen Kapitalerhöhungen berücksichtigen, nach Vorlage des Jahresabschlusses etwas nach unten korrigieren werden. Angesichts des aktuellen Kursniveaus sehen wir jedoch auch dann keinerlei Gefahr für unsere Kaufempfehlung, die wir – bei zunächst unverändertem Kursziel von 27,00 EUR – beibehalten.

**Weitere Kapital-  
erhöhung geplant**

**Wir lassen unsere  
Schätzungen für 2011E  
und 2012E vorüber-  
gehend unverändert**

**KAUFEN**

### Änderungen unserer Schätzungen

| EURm (except for EPS)       | 2010E |       | 2011E |       | 2012E |       |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                             | new   | old   | new   | old   | new   | old   |
| Sales                       | 203,0 | 210,0 | -     | 222,6 | -     | 234,8 |
| Total output                | 203,0 | 210,0 | -     | 222,9 | -     | 235,1 |
| EBITDA                      | 23,9  | 25,0  | -     | 27,4  | -     | 29,8  |
| EBIT                        | 20,0  | 21,1  | -     | 23,5  | -     | 25,5  |
| Net result after minorities | 11,2  | 12,3  | -     | 13,9  | -     | 15,4  |
| EPS (EUR)                   | 2,33  | 2,57  | -     | 2,80  | -     | 3,09  |

Source: CBS Research AG

## Research



Schillerstrasse 27 - 29  
60313 Frankfurt am Main

Tel.: +49 (0)69 – 977 8456-0

|                                      |   |                 |   |
|--------------------------------------|---|-----------------|---|
| Roger Peeters<br>Member of the Board | +49 (0)69 -977 8456- 12<br><a href="mailto:Roger.Peeters@cbseydlerresearch.ag">Roger.Peeters@cbseydlerresearch.ag</a> | Kristina Kardum | +49 (0)69 -977 8456- 21<br><a href="mailto:Kristina.Kardum@cbseydlerresearch.ag">Kristina.Kardum@cbseydlerresearch.ag</a> |
| Martin Decot                         | +49 (0)69 -977 8456- 13<br><a href="mailto:Martin.Decot@cbseydlerresearch.ag">Martin.Decot@cbseydlerresearch.ag</a>   | Igor Kim        | +49 (0)69 -977 8456- 15<br><a href="mailto:Igor.Kim@cbseydlerresearch.ag">Igor.Kim@cbseydlerresearch.ag</a>               |
| Rabeya Khan                          | +49 (0)69 -977 8456- 10<br><a href="mailto:Rabeya.Khan@cbseydlerresearch.ag">Rabeya.Khan@cbseydlerresearch.ag</a>     | Manuel Martin   | +49 (0)69 -977 8456- 16<br><a href="mailto:Manuel.Martin@cbseydlerresearch.ag">Manuel.Martin@cbseydlerresearch.ag</a>     |
| Ralf Marinoni                        | +49 (0)69 -977 8456- 17<br><a href="mailto:Ralf.Marinoni@cbseydlerresearch.ag">Ralf.Marinoni@cbseydlerresearch.ag</a> | Marcus Silbe    | +49 (0)69 -977 8456- 14<br><a href="mailto:Marcus.Silbe@cbseydlerresearch.ag">Marcus.Silbe@cbseydlerresearch.ag</a>       |
| Enid Omerovic                        | +49 (0)69 -977 8456- 19<br><a href="mailto:Enid.Omerovic@cbseydlerresearch.ag">Enid.Omerovic@cbseydlerresearch.ag</a> |                 |   |
| Veysel Taze                          | +49 (0)69 -977 8456- 18<br><a href="mailto:Veysel.Taze@cbseydlerresearch.ag">Veysel.Taze@cbseydlerresearch.ag</a>     |                 |   |

## Institutional Sales



Schillerstrasse 27 – 29  
60313 Frankfurt am Main

Tel.: +49 (0)69 – 9 20 54-400



**Close Brothers Seydler UK**

25 Dowgate Hill  
London EC4R 2GA

|  |  |  |  |
|--|--|--|--|
| Raimar Bock<br>Head of Sales               | +49 (0)69 -9 20 54-115<br><a href="mailto:Raimar.Bock@cbseydler.com">Raimar.Bock@cbseydler.com</a>                   | Rüdiger Eich<br>(Germany, Switzerland)         | +49 (0)69 -9 20 54-119<br><a href="mailto:Ruediger.Eich@cbseydler.com">Ruediger.Eich@cbseydler.com</a>     |
| Henriette Domhardt<br>(Germany)            | +49 (0)69 -9 20 54-137<br><a href="mailto:Henriette.Domhardt@cbseydler.com">Henriette.Domhardt@cbseydler.com</a>     | Klaus Korzilius<br>(Austria, Benelux, Germany) | +49 (0)69 -9 20 54-114<br><a href="mailto:Klaus.Korzilius@cbseydler.com">Klaus.Korzilius@cbseydler.com</a> |
| Uwe Gerhardt<br>(Germany, Switzerland)     | +49 (0)69 -9 20 54-168<br><a href="mailto:Uwe.Gerhardt@cbseydler.com">Uwe.Gerhardt@cbseydler.com</a>                 | Markus Laifle<br>(Execution)                   | +49 (0)69 -9 20 54-120<br><a href="mailto:Markus.Laifle@cbseydler.com">Markus.Laifle@cbseydler.com</a>     |
| Stefan Krewinkel<br>(Execution, UK)        | +49 (0)69 -9 20 54-118<br><a href="mailto:Stefan.Krewinkel@cbseydler.com">Stefan.Krewinkel@cbseydler.com</a>         | Janine Theobald<br>(Austria, Benelux, Germany) | +49 (0)69 -9 20 54-106<br><a href="mailto:Janine.Theobald@cbseydler.com">Janine.Theobald@cbseydler.com</a> |
| Bruno de Lencquesaing<br>(Benelux, France) | +49 (0)69 -9 20 54-116<br><a href="mailto:Bruno.deLencquesaing@cbseydler.com">Bruno.deLencquesaing@cbseydler.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 | Kursziel  |
|----------------|--------|--------------------------|-----------|
| 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 |
| 29. März 2011     | KAUFEN | EUR 18,49 | 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 Konjunktüreinschätzungen 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.cbseidlerresearch.ag  
Tel.: 0049 - (0)69 - 97 78 45 60