

## Update

## BUY

Target Price: 32,80 EUR

## euromicron AG

## Mit vollen Büchern in aussichtsreiche Zukunft

<b>Branche:</b>	Technologie
<b>Land:</b>	Deutschland
<b>WKN:</b>	566000
<b>Reuters:</b>	EUCG.DE
<b>Webseite:</b>	www.euromicron.de

<b>Kurs aktuell:</b>	21,40
	<b>Hoch Tief</b>
<b>Kurs 52 W.:</b>	23,42 16,40
<b>Marktkap. (Mio. EUR)</b>	105,4
<b>Anzahl Aktien (in Mio.)</b>	5,1

## Aktionärsstruktur

<b>Freefloat</b>	83,60%
<b>Allianz Global Investor</b>	5,18%
<b>Universal Investment</b>	4,96%
<b>Union Investment</b>	3,23%
<b>LBBW Asset Management</b>	3,05%

## Performance

<b>4 Wochen</b>	8,2%
<b>13 Wochen</b>	-7,8%
<b>26 Wochen</b>	-2,6%
<b>52 Wochen</b>	15,0%
<b>lfd. Jahr</b>	-4,8%

## Dividende

	EUR/Aktie	in % of EPS
<b>2009</b>	1,00	46%
<b>2010e</b>	1,10	46%
<b>2011e</b>	1,20	49%
<b>2012e</b>	1,30	49%
<b>2013e</b>	1,40	46%



Dr. Norbert Kalliwoda  
nk@kalliwoda.com

Phone: +49 (69) 97 20 58  
53

www.kalliwoda.com

Die euromicron AG konnte unsere Erwartungen für 2010 erfüllen und erzielte einen Umsatz von 203,6 Mio. Euro, rund 13% mehr als im Vorjahr. Das operative Ergebnis stieg sogar noch stärker, von 16,5 Mio. Euro in 2009 auf 20,1 Mio. Euro. Die EBIT – Marge erfüllt mit 9,9% schon 2010 das langfristig geplante Margen-Ziel von 8-11%. Am Ende des Jahres 2010 stand ein Konzernjahresüberschuss von 11,5 Mio. Euro (+17%), dies entspricht einem Ergebnis von 2,38 €/je Aktie. Der Vorstand wird auf der Hauptversammlung eine Dividende von EUR 1,10 je Aktie vorschlagen.

Dieser durchaus positive Trend konnte auch im ersten Quartal fortgesetzt werden. Der Umsatz stieg um 27,3% auf 57,5 Mio. Euro, der EBIT um 34,4% auf 4,1 Mio. Der Periodenüberschuss für das erste Quartal betrug 2,4 Mio. Euro (+40%). Es wurde ein Ergebnis von 0,46 €/pro Aktie erzielt.

Für ein neues Rekordjahr 2011 spricht der Auftragsbestand von 117,5 Mio. € am 31.3.2011. Das sind stolze 40% mehr als im Vorjahr. Der Auftragseingang belief sich 2010 auf 205,6 Mio. € (+10,3%), im ersten Quartal 2011 auf 64,1 Mio. € (+20%).

Folglich schätzen wir vorsichtig den Umsatz 2011 auf 228 Mio. Euro (+12%) und rechnen mit einem EBIT von rund 22 Mio. Euro. Der Vorstand äußerte sich im Geschäftsjahr 2011 die Umsatzmarke von 300 Mio. EUR auf annualisierter Basis erreichen zu wollen. Eine größere, schon angekündigte Akquisition soll das Erreichen dieser Zielmarke ermöglichen. Zur Finanzierung plant der Vorstand, sich auf der kommenden Hauptversammlung im Juni eine Kapitalerhöhung genehmigen zu lassen. Sobald genaueres im Bereich M&A bekannt wird, werden wir dies in unseren Schätzungen berücksichtigen.

In unserer Peer Group Analyse steht euromicron sehr gut da und zeigt die Tendenz, das die Aktie im Vergleich zur Konkurrenz unterbewertet ist.

Wir erhöhen unsere Schätzungen und belassen die Empfehlung auf „Kaufen“. Der faire Wert liegt nun bei 32,80 Euro. Dies entspricht einem Upside- Potential von 53 %.

Mio. EUR	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>Umsatzerlöse</b>	179,61	203,64	228,08	244,05	258,69
<b>EBITDA</b>	19,89	24,73	26,83	28,69	31,81
<b>EBIT</b>	16,37	20,13	21,81	23,32	26,12
<b>Nettoergebnis</b>	9,83	11,46	12,68	13,80	15,76
<b>EPS</b>	2,17	2,38	2,47	2,69	3,07
<b>BVPS</b>	15,86	17,41	18,79	20,13	21,68
<b>CFPS</b>	3,16	1,65	2,85	2,48	2,97
<b>KBV</b>	0,98	1,46	1,36	1,27	1,18
<b>RoE</b>	13,76 %	12,84 %	13,17 %	13,37 %	14,18 %
<b>RoS</b>	5,47 %	5,63 %	5,56 %	5,65 %	6,09 %
<b>EBIT Marge</b>	9,11 %	9,88 %	9,56 %	9,55 %	10,10 %

## Inhalt

<b>1</b>	<b>Unternehmensprofil.....</b>	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>Aktuelle Entwicklung .....</b>	<b>3</b>
2.1	Ausblick.....	8
<b>3</b>	<b>Aktie.....</b>	<b>9</b>
<b>4</b>	<b>Finanzteil .....</b>	<b>10</b>
4.1	Gewinn- und Verlustrechnung .....	10
4.2	Bilanzen .....	11
4.3	Kapitalflussrechnung .....	12
<b>5</b>	<b>Bewertung.....</b>	<b>13</b>
5.1	DCF-Modell.....	13
5.2	WACC .....	14
5.3	Fair Value – Sensitivitäten.....	14
5.4	Peer Group Analyse.....	16
<b>6</b>	<b>Kontakt.....</b>	<b>17</b>
<b>7</b>	<b>DISCLAIMER.....</b>	<b>18</b>

## 1 Unternehmensprofil

Die euromicron AG ist Hersteller und Anbieter von Lösungen in der Netzwerk- und Lichtwellenleiter-Technologie. Die Gesellschaft agiert als zudem Full-Service Anbieter im Bereich Kommunikations- und Sicherheitslösungen. Das Unternehmen deckt die gesamte Wertschöpfungskette ab. Neben Planung, Implementierung und Wartung von Kommunikations- und Sicherheitslösungen, die zumeist auf IP-Netzwerken aufbauen, bietet das Unternehmen auch Entwicklung, Produktion und Vertrieb von Netzwerkkomponenten, sowie Beratung und Beschaffung an. Euromicron ist spezialisiert auf kundenspezifische Produkte, technische Lösungen sowie Dienstleistungen für unterschiedlichste Branchen und Anforderungen.

Zu den Kunden von euromicron gehören Telekommunikationsnetzbetreiber wie die Deutsche Telekom und Infrastrukturanbieter wie die Deutsche Bahn. Außerdem zählen Betreiber von Rechenzentren und Unternehmen, die einen schnellen und sensiblen Datenaustausch innerhalb ihres Geschäftsmodells benötigen, zum Kundenkreis.

Die Gesellschaft ist in die zwei strategischen Segmente euromicron Nord und euromicron Süd aufgeteilt. Innerhalb dieser Segmente bestehen drei Funktionsfelder „Projekte & Systeme“ (Informations-, Kommunikations- und Sicherheitssysteme), „Komponenten & Konfektionierung“ (Glasfaser- und Hybridnetzwerke) sowie „Distribution & Dienstleistung“ (Beschaffung und Beratung). Die euromicron AG ist die Management Holding, in der die zentralen Aufgaben des Konzerns gebündelt werden.

## 2 Aktuelle Entwicklung

Der euromicron Konzern konnte unsere Erwartungen für 2010 erfüllen und erzielte einen Umsatz von 203,6 Mio. Euro, rund 13% mehr als im Vorjahr. Das operative Ergebnis stieg sogar noch stärker, von 16,5 in 2009 auf 20,1 Mio. Euro. Die EBIT – Marge erfüllte mit 9,9% schon 2010 das langfristig geplante Margen-Ziel von 8-11%. Am Ende des Jahres 2010 stand ein Konzernjahresüberschuss von 11,5 Mio. Euro (+17%). Dies entspricht einem Ergebnis von 2,38 € je Aktie. Der Vorstand wird auf der Hauptversammlung eine Dividende von EUR 1,10 je Aktie vorschlagen.

Der sehr positive Trend konnte im ersten Quartal 2011 fortgesetzt werden. Der Umsatz stieg um 27,3% auf 57,5 Mio. Euro, der EBIT um 34,4% auf 4,1 Mio. Der Periodenüberschuss für das erste Quartal betrug 2,4 Mio. Euro (+40%). Es wurde ein Ergebnis von 0,46 € pro Aktie erzielt.

Euromicron ist es sehr gut gelungen, den nationalen Aufschwung mitzunehmen und das operative Geschäft weiter auszubauen. Basis dafür sind die vom Branchenverband Bitkom ausgemachten Trends Cloud Computing und mobiles Internet sowie die allgemein steigende Nachfrage nach hohen Übertragungsraten im Internet (z.B. für HD Videos). Wir sind sicher, dass langfristig die hybriden Zugangnetze aus Kupfer und Glasfaser wie das VDSL2 (FTTC

– „Glasfaser bis zum Bordstein“) verdrängt und durch reine Glasfaser-Verbindungen ersetzt werden. Folglich werden die TK- und Kabel-TV Unternehmen ihre Netze auf Glasfaser umstellen. Das in diesem Bereich noch viel Potential vorzufinden ist, sieht man an aktuellen Zahlen: Lediglich 600.000 Haushalte sind zu Jahresbeginn 2011 an einen Glasfaseranschluss angebunden. Euromicron bietet mit dem Aufbau und der Integration von stabilen Glasfasernetzen die Grundlage für weitere Anbindungen und ist somit bestens aufgestellt.

Als Produzent, Systemhaus und unabhängiger Distributor kann euromicron außerdem das Alleinstellungsmerkmal Herstellerkompetenz aufweisen, das beim Akquirieren von Aufträgen sehr hilfreich sein kann. Das Know-How im Bereich Netzwerke/Lichtwellenleiter konnte weiter ausgebaut werden, erst im Februar brachte die Tochterfirma SKM Skyline z.B. die 2. Generation der eFOS Eigenentwicklung auf den Markt. Dieses Glasfaserverteilungssystem ist in einem Straßenverteiler integriert und ermöglicht relativ leicht die FTTH- (Glasfaser bis in die Wohnung) Verkabelung kurz vor den einzelnen Haushalten.

Euromicron hat mit dieser Aufstellung sehr gute Wachstumschancen. Im Jahr 2010 setzte der Konzern seine Wachstumsstrategie fort und akquirierte weiter. Die Geschäfts- oder Firmenwerte (Goodwill) betragen Ende 2010 89,9 Mio. € rund 4,3 Mio. mehr als im Vorjahr. Erst im Dezember 2010 wurden 2 Leoni-Tochterunternehmen (Leoni NGB Fiber Optics, Österreich und Leoni WCS, Niederlande) und das Systemhaus Avalan GmbH übernommen. Hierdurch soll einmal die strategische Zusammenarbeit mit der Leoni AG, einem führenden Anbieter von Kabel und Kabelsystemen, weiter gefördert sowie die Strategie der Expansion auf ausländische Märkte fortgesetzt werden.

### *Kapitalerhöhung*

Im Laufe des zweiten Quartals 2010 führte euromicron eine Kapitalerhöhung durch, um die Kapitalstruktur zu stärken und das organische Wachstum der nächsten Jahre zu unterstützen. Es wurden 465.999 Aktien ausgegeben, womit sich die Anzahl der Aktien um fast 10 Prozent erhöhte. Der Ausgabekurs lag bei 16,50 Euro, so dass euromicron einen Bruttomittelzufluss in Höhe von 7,69 Mio. Euro verzeichnen konnte. Das Bezugsrecht wurde gemäß der Hauptversammlung ausgeschlossen.

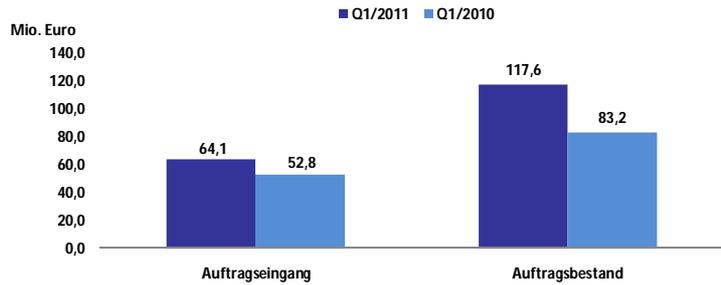
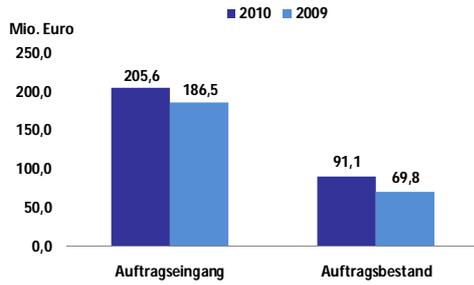
Durch die Kapitalerhöhung, dem Jahresüberschuss 2010 und dem Verkauf eigener Anteile erhöhte sich das Eigenkapital mit 89,3 Mio € um 25% und konnte dem steigendem Umsatzniveau angepasst werden. Die Eigenkapitalquote erhöhte sich auf 45,5%.

### *Auftragseingang und Auftragsbestand*

Sowohl der Auftragseingang als auch der Auftragsbestand konnten in 2010 und dem ersten Quartal 2011 deutlich zulegen.

Der Auftragseingang im Jahr 2010 lag mit 205,6 Mio. € rund 10,3% höher als im Vorjahr, der Auftragsbestand konnte mit 91,1 Mio. € (+30%) noch deutlicher zulegen.

In Q1 konnte dieser weiter gesteigert werden, er liegt nun bei 117,5 Mio. € stolze 40% mehr als noch in Q1/10. Der Auftragseingang belief sich auf 64,1 Mio. € (+20%).



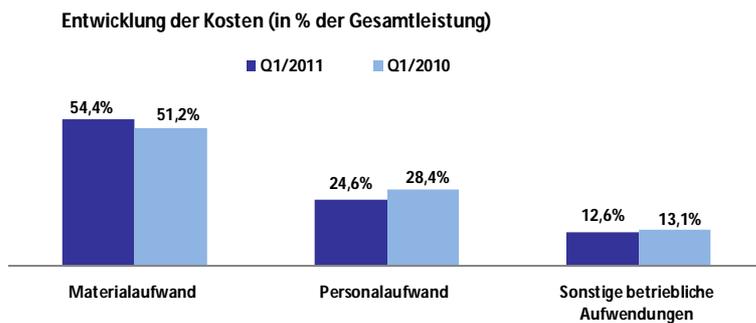
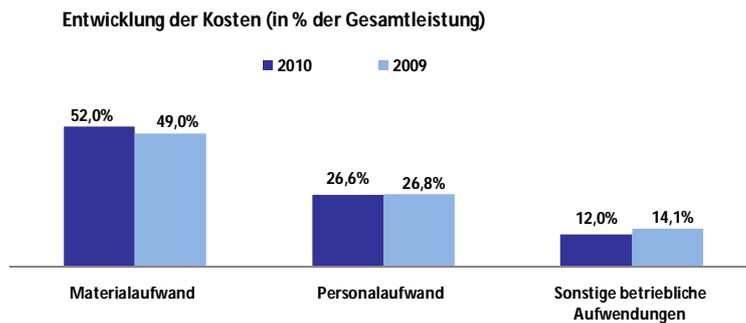
Quelle: Unternehmen

### Entwicklung der Kosten

Die Materialkosten stiegen 2010 mit 107,3 Mio. Euro im Vergleich zum Vorjahr leicht an und liegen jetzt bei 52% der Gesamtleistung. Euromicron begründet dies mit einer Flexibilisierung der Kostenstrukturen. Der Personalaufwand betrug mit 54,2 Mio. € 26,6% der Gesamtleistung und konnte geringfügig gesenkt werden. Ohne Auszubildende hatte euromicron im Schnitt 1011 Angestellte.

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen beliefen sich 2010 auf 24,6 Mio. Euro und konnten im Verhältnis zur Gesamtleistung (12%) leicht gesenkt werden. Die größten Aufwendungen sind Kfz-/Reisekosten (6,7 Mio.), Mietkosten (3,5 Mio.) und Rechts-/Beratungskosten (2,8 Mio. Euro).

In Q1 konnte der Personalaufwand sowie die sonstigen betrieblichen Aufwendungen relativ zu Gesamtleistung reduziert werden. Die Materialquote stieg jedoch auf 54,4%.



Quelle: Unternehmen

## Segmente

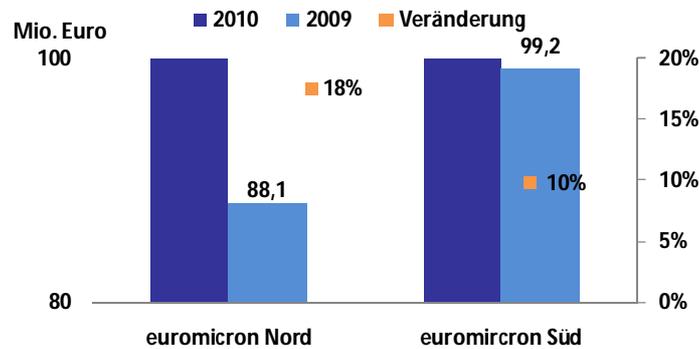
Die Segmente werden gemäß der Euromicron-Führungsstruktur in Regionen aufgeteilt. Die deutschlandweite Präsenz wird in euromicron Nord und euromicron Süd eingeteilt. Polen und Frankreich sind im Segment Nord, Österreich und Italien im Segment Süd enthalten.

Beim Umsatz konnten im Jahr 2010 beide Segmente vom Aufschwung profitieren, der Norden mit +18% etwas mehr als das Segment Süd (+10%). Dabei hatte neben dem allgemeinen Aufschwung die Nachfrage der Deutschen Telekom, die weiter ihre Glasfasernetze ausbaute, einen besonderen Anteil.

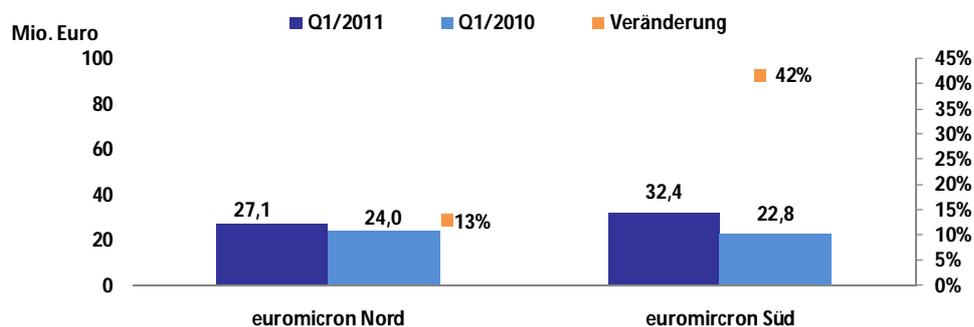
Dieser Trend setzte sich in Q1 fort: Das Segment Nord konnte seinen Umsatz im Vergleich zum 1. Quartal 2010 um 13% steigern, der Süden sogar um 42%.

## Umsatz nach Segmenten

GJ 2010



Q1/2011



Quelle: Unternehmen

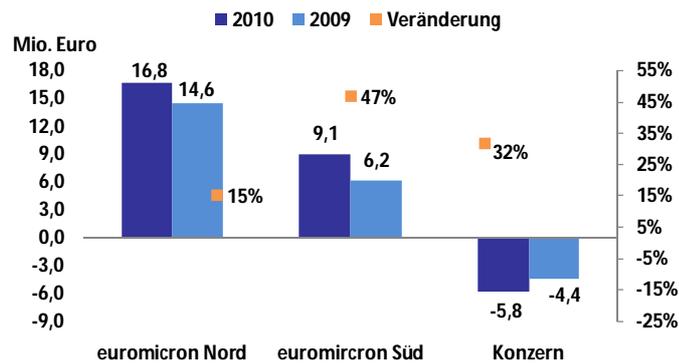
Während der Umsatz im Jahr nahezu gleich verteilt von den beiden Geschäftsbereichen erwirtschaftet wird, stellen sich die Ergebnisbeiträge verschieden dar. Das Segment Nord konnte 2010 mit einem EBIT von 16,8 Mio. (+15%) fast doppelt so viel verdienen als der Süden. Dieser konnte jedoch seinen EBIT überproportional steigern und liegt mit 9,1 Mio. € stolze 47% über dem Vorjahreswert von 6,2 Mio. Euro. Dies resultierte u. A. aus erfolgreichen Akquisitionen sowie Restrukturierungsmaßnahmen in Österreich.

Der Zentralkosten des Konzerns lagen mit -5,8 Mio. Euro deutlich höher als im Vergleichsjahr 2009. Grund dafür waren vor allem höhere Verschmelzungs-, M&A- und segmentübergreifende Aufwendungen. Insgesamt konnte euromicron das EBIT im Jahr 2010 um 25% auf 25,9 Mio. Euro steigern.

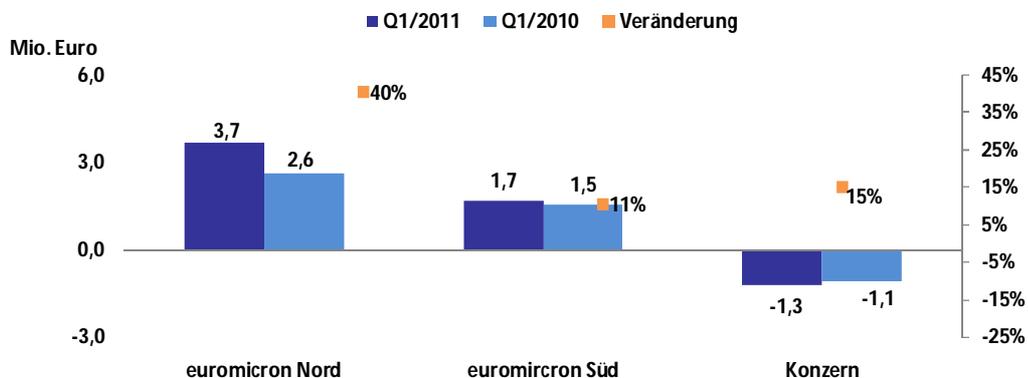
Im ersten Quartal 2011 konnte vor allem der Norden mit +40% sein EBIT verbessern, doch auch der Süden legte leicht (+11%) zu. Die Zentralkosten stiegen um 15% auf 1,3 Mio. Euro.

### EBIT nach Segmenten

GJ 2010



Q1/2011



Quelle: Unternehmen

## 2.1 Ausblick

Nach den positiven Zahlen des GJ 2010 sowie des ersten Quartals 2011 sind wir sehr zuversichtlich für die kommenden Jahre. Für 2011 erwarten wir bei einem Wachstum von 12% 228 Mio. Euro Umsatz. Diesen aus rein organischen Wachstum erzielter Umsatz rechtfertigen wir mit dem außerordentlich hohen Auftragsbestand, der zum 31. März 2011 bei 118 Mio. € lag. Das sind rund 40% mehr als im Vorjahr (83 Mio. €). Auf der anorganischen Seite soll eine größere Akquisition euromicron der Umsatzmarke von 300 Mio. Euro näherbringen. Des Weiteren will der Konzern neue Kooperationen und Partnerschaften schließen. Sobald genaueres im Bereich M&A bekannt wird, werden wir dies in unseren Schätzungen berücksichtigen.

Für das kommende Jahr gehen wir von einer EBIT-Marge von 9,5% aus. Auf Grund hoher Einmalaufwendungen werden die jetzt neu akquirierten Unternehmen erst im kommenden Jahr einen entsprechenden Beitrag leisten können. Sobald diese vollständig integriert sind, rechnen wir langfristig mit einer höheren Marge von 10%.

### *Wachstumsbranche ITK*

Auch langfristig sehen wir gutes Wachstumspotential für euromicron. Generell ist davon auszugehen, dass die Datenvolumina im Internet weiter steigen werden und damit auch die Nachfrage nach Lösungen in der Netzwerk- und Lichtwellenleiter-Technologie.

Vor allem die zunehmende Verbreitung von IPTV, HDTV, Video on Demand und mobile Dienste werden den Breitbandbedarf erhöhen. Dazu kommt noch, dass Cloud-Dienste weitere Netzwerkkapazitäten benötigen. Der Visual Networking Index von Cisco prognostiziert für Deutschland bis 2014 jährlich 35% mehr an monatlichen IP-Traffic.

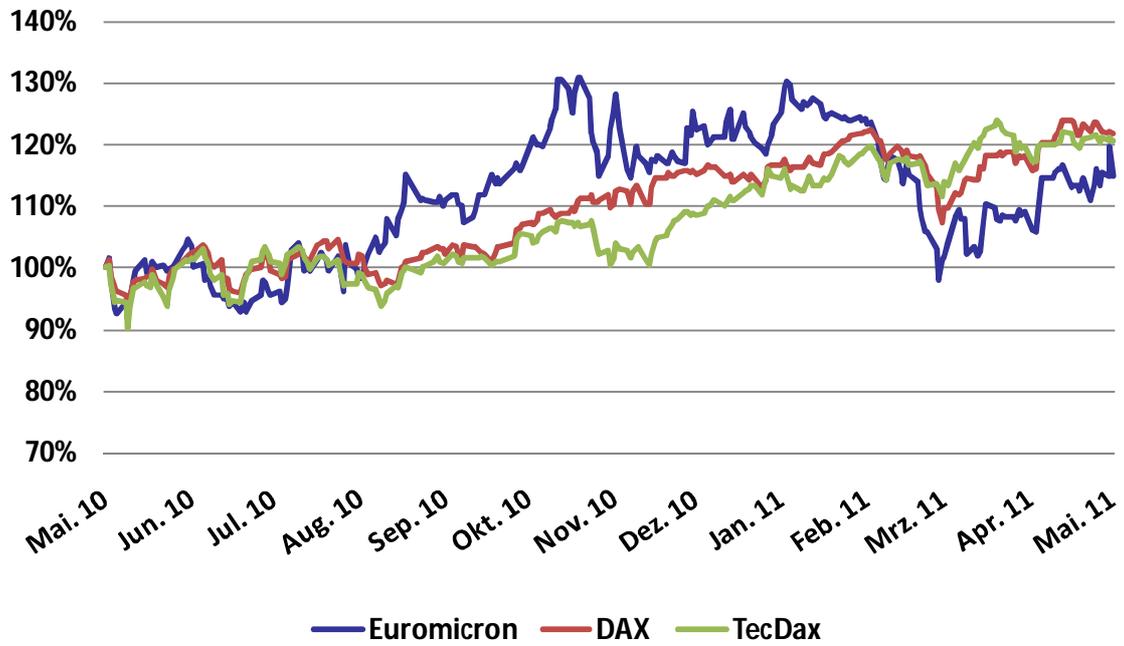
Wegen der hohen Investitionskosten für den Glasfaserausbau gehen wir davon aus, dass die Telekommunikationsdienstleister verstärkt Partnerschaften mit den Energieversorgern eingehen und Glasfasertechnologie für intelligente Stromnetzwerke (Smart Grid) nachfragen werden. Hier sehen wir euromicron mit seiner Kompetenz im Bereich e-Energy sehr gut aufgestellt. Für die Stadtwerke München hat der Konzern ein umfassendes Konzept entwickelt und wird bis 2013 das Stadtgebiet mit Glasfaserleitungen zum Aufbau von Smart Grid erschließen.

Das breite Angebot weiterer Lösungen für die auf Glasfasertechnologie basierenden Märkte e-health & care, e-mobility und e-security bietet Synergieeffekte und verringert gleichzeitig das Geschäftsrisiko. Es zeigt auch wie gut sich euromicron als Spezialist am Markt etablieren konnte.

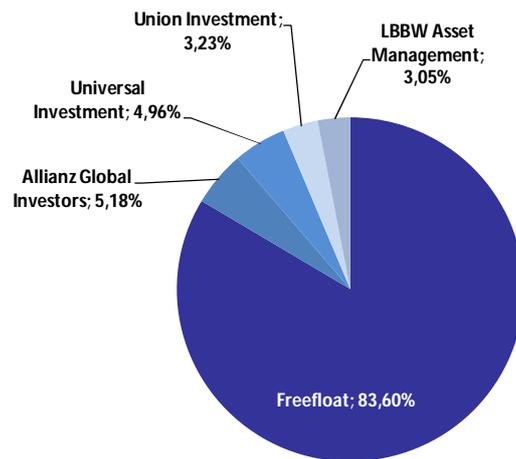
Wir haben unsere Schätzungen nach oben korrigiert. Unsere Kaufempfehlung bleibt bestehen. Der faire Wert beträgt 33 Euro je Aktie.

### 3 Aktie

#### Wertentwicklung der euromicron Aktie 2010/11



#### Aktionärsstruktur



Quelle: Thomson Reuters, Unternehmen

## 4 Finanzteil

### 4.1 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung - euromicron AG						
Zahlenangaben in TEUR	Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Umsatzerlöse	164.628	179.605	203.643	228.080	244.046	258.689
Bestandsveränderungen	-1.427	-6.882	1.211	859	902	947
Aktivierete Eigenleistungen	358	1.702	1.521	1.091	1.168	1.371
<b>Gesamtleistung</b>	<b>163.559</b>	<b>174.425</b>	<b>206.375</b>	<b>230.031</b>	<b>246.116</b>	<b>261.006</b>
Sonstige betriebliche Erträge	2.618	2.101	4.476	2.300	2.461	2.610
Materialaufwand	-83.517	-85.975	-107.317	-121.795	-129.344	-135.811
<b>Rohergebnis</b>	<b>82.660</b>	<b>90.551</b>	<b>103.534</b>	<b>110.536</b>	<b>119.233</b>	<b>127.805</b>
Personalaufwand	-43.009	-48.103	-54.247	-57.020	-61.011	-64.672
Abschreibungen	-2.847	-3.526	-4.601	-5.018	-5.369	-5.691
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-20.804	-22.554	-24.561	-26.684	-29.534	-31.321
<b>Betriebsergebnis</b>	<b>16.000</b>	<b>16.368</b>	<b>20.125</b>	<b>21.815</b>	<b>23.319</b>	<b>26.121</b>
Finanzergebnis	-3.962	-2.953	-2.906	-2.848	-2.791	-2.735
<b>Ergebnis vor Steuern (u. Minderheit.)</b>	<b>12.038</b>	<b>13.415</b>	<b>17.219</b>	<b>18.967</b>	<b>20.528</b>	<b>23.386</b>
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-3.305	-3.139	-5.088	-5.690	-6.158	-7.016
Ergebnis vor Minderheitenanteilen	<b>8.733</b>	<b>10.276</b>	<b>12.131</b>	<b>13.277</b>	<b>14.369</b>	<b>16.370</b>
Minderheitenanteile	-666	-449	-669	-595	-571	-612
<b>Periodenüberschuss</b>	<b>8.067</b>	<b>9.827</b>	<b>11.462</b>	<b>12.682</b>	<b>13.798</b>	<b>15.759</b>
Ergebnis je Aktie (unverwässert) reported	1,78	2,17	2,38	2,47	2,69	3,07
Ergebnis je Aktie (verwässert) reported	1,78	2,17	2,38	2,47	2,69	3,07
<b>Veränderung zum Vorjahr</b>						
Umsatzerlöse	20,6%	9,1%	13,4%	12,0%	7,0%	6,0%
Bestandsveränderungen	-44,6%	382,3%		-29,0%	5,0%	5,0%
Aktivierete Eigenleistungen	-54,3%	375,4%	-10,6%	-28,3%	7,0%	17,3%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>21,5%</b>	<b>6,6%</b>	<b>18,3%</b>	<b>11,5%</b>	<b>7,0%</b>	<b>6,1%</b>
Sonstige betriebliche Erträge	21,6%	-19,7%	113,0%	-48,6%	7,0%	6,1%
Materialaufwand	34,0%	2,9%	24,8%	13,5%	6,2%	5,0%
<b>Rohergebnis</b>	<b>11,0%</b>	<b>9,5%</b>	<b>14,3%</b>	<b>6,8%</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,2%</b>
Personalaufwand	8,8%	11,8%	12,8%	5,1%	7,0%	6,0%
Abschreibungen	-11,3%	23,8%	30,5%	9,1%	7,0%	6,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	5,5%	8,4%	8,9%	8,6%	10,7%	6,1%
<b>Betriebsergebnis</b>	<b>33,2%</b>	<b>2,3%</b>	<b>23,0%</b>	<b>8,4%</b>	<b>6,9%</b>	<b>12,0%</b>
Finanzergebnis	105,0%	-25,5%	-1,6%	-2,0%	-2,0%	-2,0%
<b>Ergebnis vor Steuern (u. Minderheit.)</b>	<b>19,5%</b>	<b>11,4%</b>	<b>28,4%</b>	<b>10,2%</b>	<b>8,2%</b>	<b>13,9%</b>
Steuern vom Einkommen und Ertrag	27,5%	-5,0%	62,1%	11,8%	8,2%	13,9%
Ergebnis vor Minderheitenanteilen	16,7%	17,7%	18,1%	9,4%	8,2%	13,9%
Minderheitenanteile	38,2%	-32,6%	49,0%	-11,1%	-4,0%	7,1%
<b>Periodenüberschuss</b>	<b>15,2%</b>	<b>21,8%</b>	<b>16,6%</b>	<b>10,6%</b>	<b>8,8%</b>	<b>14,2%</b>
<b>Anteil an der Gesamtleistung</b>						
Umsatzerlöse	100,7%	103,0%	98,7%	99,2%	99,2%	99,1%
Bestandsveränderungen	-0,9%	-3,9%	0,6%	0,4%	0,4%	0,4%
Aktivierete Eigenleistungen	0,2%	1,0%	0,7%	0,5%	0,5%	0,5%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Sonstige betriebliche Erträge	1,6%	1,2%	2,2%	1,0%	1,0%	1,0%
Materialaufwand	-51,1%	-49,3%	-52,0%	-52,9%	-52,6%	-52,0%
<b>Rohergebnis</b>	<b>50,5%</b>	<b>51,9%</b>	<b>50,2%</b>	<b>48,1%</b>	<b>48,4%</b>	<b>49,0%</b>
Personalaufwand	-26,3%	-27,6%	-26,3%	-24,8%	-24,8%	-24,8%
Abschreibungen	-1,7%	-2,0%	-2,2%	-2,2%	-2,2%	-2,2%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-12,7%	-12,9%	-11,9%	-11,6%	-12,0%	-12,0%
<b>Betriebsergebnis</b>	<b>9,8%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,8%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>10,0%</b>
Finanzergebnis	-2,4%	-1,7%	-1,4%	-1,2%	-1,1%	-1,0%
<b>Ergebnis vor Steuern (u. Minderheit.)</b>	<b>7,4%</b>	<b>7,7%</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,3%</b>	<b>9,0%</b>
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-2,0%	-1,8%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,7%
Ergebnis vor Minderheitenanteilen	5,3%	5,9%	5,9%	5,8%	5,8%	6,3%
Minderheitenanteile	-0,4%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,2%	-0,2%
<b>Periodenüberschuss</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,6%</b>	<b>6,0%</b>

Dr. KALLIWODA | RESEARCH © 2011

## 4.2 Bilanzen

Bilanzen - euromicron AG							
Zahlenangaben in TEUR	Geschäftsjahr						
	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>Aktiva</b>							
<u>Langfristige Vermögenswerte</u>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	72.660	86.103	90.089	95.752	98.625	101.583	104.123
Sachanlagen	8.009	8.965	10.913	11.556	12.134	12.740	13.378
Finanzanlagen	66	44	1.082	894	939	986	1.035
Übrige Forderungen und sonstige VG	84	108	188	96	100	105	111
Latente Steuern	2.296	1.042	1.645	374	0	0	0
<b>Summe langfristige Vermögenswerte</b>	<b>83.115</b>	<b>96.262</b>	<b>103.917</b>	<b>108.672</b>	<b>111.797</b>	<b>115.415</b>	<b>118.646</b>
<u>Kurzfristige Vermögenswerte</u>							
Vorräte	12.523	14.353	13.235	17.185	18.044	18.946	19.894
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	36.243	45.126	49.961	55.401	58.171	61.080	64.134
Forderungen gegenüber verb. Unternehmen	0	0	0	0	0	0	0
Übrige Forderungen und sonstige VG	3.689	5.128	5.635	6.145	6.452	6.775	7.114
Wertpapiere und Zahlungsmittel	12.442	11.246	8.628	8.572	10.831	10.812	12.037
<b>Summe kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>64.897</b>	<b>75.853</b>	<b>77.459</b>	<b>87.303</b>	<b>93.498</b>	<b>97.613</b>	<b>103.178</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>148.012</b>	<b>172.115</b>	<b>181.376</b>	<b>195.975</b>	<b>205.296</b>	<b>213.028</b>	<b>221.824</b>
<u>Eigenkapital</u>							
Gezeichnetes Kapital	11.914	11.914	11.914	13.105	13.105	13.105	13.105
Eigene Anteile	-1.680	-2.941	-2.941	0	0	0	0
Kapitalrücklage	61.781	61.781	61.781	68.487	68.487	68.487	68.487
Konzernrücklagen und Ergebnisvorträge	-9.086	-5.689	-9.147	-3.857	1.264	7.047	12.966
Unterschiedsbetrag Marktbewertung Wertpapiere	-170	-429	-358	-363	-330	-370	-355
Konzernjahresüberschuss	7.002	8.067	9.827	11.462	12.682	13.798	15.759
Minderheitenanteile	684	1.098	339	428	1.100	1.100	1.155
<b>Summe Eigenkapital</b>	<b>70.445</b>	<b>73.801</b>	<b>71.415</b>	<b>89.262</b>	<b>96.308</b>	<b>103.167</b>	<b>111.116</b>
<u>Langfristige Schulden</u>							
Rückstellungen	644	446	1.518	795	952	800	801
Verbindlichkeiten	23.615	23.607	21.678	18.076	17.498	17.323	17.149
Latente Steuern	3.111	4.295	5.597	6.618	6.949	7.530	7.714
<b>Summe langfristige Schulden</b>	<b>27.370</b>	<b>28.348</b>	<b>28.793</b>	<b>25.489</b>	<b>25.398</b>	<b>25.653</b>	<b>25.664</b>
<u>Kurzfristige Schulden</u>							
Rückstellungen	1.731	3.515	322	66	1.809	1.489	1.289
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	11.514	13.620	20.519	22.117	25.101	26.607	28.203
Sonstige Verbindlichkeiten	36.952	52.831	60.327	59.041	56.679	56.113	55.551
Latente Steuern	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summe Kurzfristige Schulden</b>	<b>50.197</b>	<b>69.966</b>	<b>81.168</b>	<b>81.224</b>	<b>83.589</b>	<b>84.208</b>	<b>85.043</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>148.012</b>	<b>172.115</b>	<b>181.376</b>	<b>195.975</b>	<b>205.296</b>	<b>213.028</b>	<b>221.824</b>

Dr. KALLIWODA | RESEARCH © 2011

## 4.3 Kapitalflussrechnung

Kapitalflussrechnung - euromicron AG						
Zahlenangaben in TEUR	Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>1. Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit</b>						
Ergebnis vor Ertragssteuern	12.038	13.415	17.219	18.967	20.528	23.386
Zinsergebnis	3.962	2.953	2.906	2.848	2.791	2.735
Abschreibungen/Zuschreibungen	2.632	3.526	4.601	5.018	5.369	5.691
Ergebnis aus Anlagenabgängen	-48	-284	111	0	0	0
Wertberichtigungen auf Forderungen und Vorräte	784	309	1.125	0	0	0
Nach der POC-Methode realisierte Teilgewinne	-1.577	-	-	-	-	-
Veränderung der latenten Steuern	2.234	1.823	45	-374	0	0
Veränderung Rückstellungen	-447	-4.574	-1.016	1.900	-472	-199
<b>Brutto Cashflow</b>	<b>19.578</b>	<b>17.168</b>	<b>24.991</b>	<b>28.358</b>	<b>28.215</b>	<b>31.613</b>
<b>Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit</b>						
Veränderung der Vorräte	-10.995	5	-2.161	-859	-902	-947
Veränderung der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	8.778	5.171	-75	-2.770	-2.909	-3.054
Veränderung der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	572	860	-4.814	2.984	1.506	1.596
Sonstige betriebliche Aktiva und Passiva	-5.816	-2.075	-3.861	-4.549	-4.239	-4.218
Gezahlte und erhaltene Ertragssteuern	-2.870	-4.509	-2.913	-5.690	-6.158	-7.016
Gezahlte und erhaltene Zinsen	-4.719	-2.395	-2.688	-2.848	-2.791	-2.735
<b>Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>4.528</b>	<b>14.225</b>	<b>8.479</b>	<b>14.626</b>	<b>12.722</b>	<b>15.239</b>
<b>2. Cashflow aus der Investitionstätigkeit</b>						
Veränderungen aus Anlagevermögen	-3.942	-5.894	-4.723	-4.853	-5.096	-5.350
Veränderungen aus Finanzanlagen	-9.354	-3.978	-1.257	-45	-47	-49
<b>Cashflow aus der Investitionstätigkeit</b>	<b>-13.296</b>	<b>-9.872</b>	<b>-5.980</b>	<b>-4.853</b>	<b>-5.096</b>	<b>-5.350</b>
<b>3. Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit</b>						
Gezahlte Dividenden	-3.605	-4.503	-4.503	-6.341	-6.899	-7.879
Kapitalerhöhung AG	-	-	7.535	-	-	-
Ausschüttungen an/Entnahmen von Minderheitsgesellschaftern	-252	-552	-614	-595	-571	-612
Eigene Anteile	-1.261	0	3.303	0	0	0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	12.940	-836	-8.276	-578	-175	-173
<b>Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit</b>	<b>7.822</b>	<b>-5.891</b>	<b>-2.555</b>	<b>-7.514</b>	<b>-7.645</b>	<b>-8.664</b>
<b>4. Finanzmittelfonds am Ende der Periode</b>						
sonstige Veränderungen des Finanzmittelenbestands	0	0	0	0	0	0
	-946	-1.538	-56	2.259	-18	1.225
Cashflows zu Beginn der Periode	11.112	10.166	8.628	8.572	10.831	10.812
<b>Finanzmittelenbestand am Ende der Periode</b>	<b>10.166</b>	<b>8.628</b>	<b>8.572</b>	<b>10.831</b>	<b>10.812</b>	<b>12.037</b>

Dr. KALLIWODA | RESEARCH © 2011

## 5 Bewertung

### 5.1 DCF-Modell

Für die Ermittlung des Fair Values wurden ein dreistufiges Discounted Cashflow Modell herangezogen. Als Datenbasis für die Bewertungen wurden die Konzernabschlüsse der euromicron AG verwendet.

Dem unterjährigen Bewertungsstichtag wurde durch die Abzinsung der operativen Free Cashflows auf den Bewertungsstichtag Rechnung getragen. Als Bewertungsstichtag wurde der 01.05.2011 gewählt. Soweit nicht betriebsnotwendiges Vermögen vorhanden war, wurde dessen Wert gesondert ermittelt und dem Barwert der Ausschüttungen zugerechnet.

Daran anknüpfend folgt die Residualwertphase, bei der wir mit einer Wachstumsrate von 2 Prozent p.a. kalkulieren.

#### / Discounted Cash Flow-Modell (Basis 2011/5)

(Mio. EUR)	Phase 1					
	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
<b>Umsatz</b>	<b>228,08</b>	<b>244,05</b>	<b>258,69</b>	<b>274,21</b>	<b>290,66</b>	<b>308,10</b>
Veränderungsrate	10%	7%	6%	6%	6%	6%
<b>EBIT</b>	<b>21,81</b>	<b>23,32</b>	<b>26,12</b>	<b>27,53</b>	<b>29,06</b>	<b>30,75</b>
Veränderungsrate	8%	7%	12%	5%	6%	6%
Marge	9,6%	9,6%	10,1%	10,0%	10,0%	10,0%
operativer Steueraufwand	-5,69	-6,16	-7,02	-7,46	-7,93	-8,45
Steuerquote (ex. Zinsergebnis)	26,1%	26,4%	26,9%	27,1%	27,3%	27,5%
<b>NOPLAT</b>	<b>16,12</b>	<b>17,16</b>	<b>19,11</b>	<b>20,08</b>	<b>21,13</b>	<b>22,30</b>
Abschreibungen imm. Verm. u. Sachf	5,02	5,37	5,69	6,03	6,39	6,78
Abschreibungsquote (%Umsatz)	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Veränderung langf. Rückstellungen	0,16	-0,15	0,00	0,06	0,02	-0,02
Anteil Umsatz	0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Veränderung Working Capital	-1,57	-3,51	-3,50	-4,80	-5,10	-5,43
Working-Capital-Ratio (%Umsatz)	-4,1%	-14%	-14%	-17%	-18%	-18%
<b>CAPEX</b>	<b>-4,85</b>	<b>-5,10</b>	<b>-5,35</b>	<b>-5,62</b>	<b>-5,90</b>	<b>-6,48</b>
Investitionsquote (%Umsatz)	2,6%	2,0%	2,0%	2,0%	1,9%	1,9%
Sonstige Anpassungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Free Cash-Flow</b>	<b>14,87</b>	<b>13,77</b>	<b>15,94</b>	<b>15,75</b>	<b>16,54</b>	<b>17,15</b>

## 5.2 WACC

Der Diskontierungssatz wurde mit Hilfe der gewichteten Kapitalkosten ermittelt. Wir gehen davon aus, dass sich die Kapitalstruktur in den kommenden Geschäftsjahren nicht wesentlich verändern wird.

Anpassungen des Fremdkapitals an den gegenwärtigen Marktzins wurden nicht getätigt. Die risikofreie Rendite basiert auf der Durchschnittsrendite 30 jähriger Bundesanleihen. Die Ermittlung der Risikoprämie folgt dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) und deckt insbesondere die systematischen Risiken (Marktrisikoprämie) ab. Unser Beta (1,0) zur Berechnung der Kapitalkosten haben wir Thomson Reuters entnommen.

### WACC-Berechnung

#### Wachstumsprämissen

Langfristiges Wachstum / Inflationsrate	2,0%
Angleichungsphase (ab 2017)	5 Jahre
Anfangswachstum des Umsatzes	1,0%
Margenerweiterung (p.a.)	+1 BP

#### Eigenkapitalkosten

Langfristiger risikoloser Zinssatz	4,0%
Risikoprämie Markt / Aktienmarktrendite	5,0%
Beta des Unternehmens (Näherung)	1,00
<b>Eigenkapitalkostensatz</b>	<b>9,0%</b>

#### Fremdkapitalkosten

Fremdkapitalkostensatz (vor St.)	7,0%
Steuersatz auf Fremdkapitalzinsen	30,0%
<b>Fremdkapitalkostensatz (nach St.)</b>	<b>4,9%</b>

Wert des Eigenkapitals	105
Wert des Fremdkapitals	63
Gearing	59,8%
<b>WACC</b>	<b>7,47%</b>

## 5.3 Fair Value – Sensitivitäten

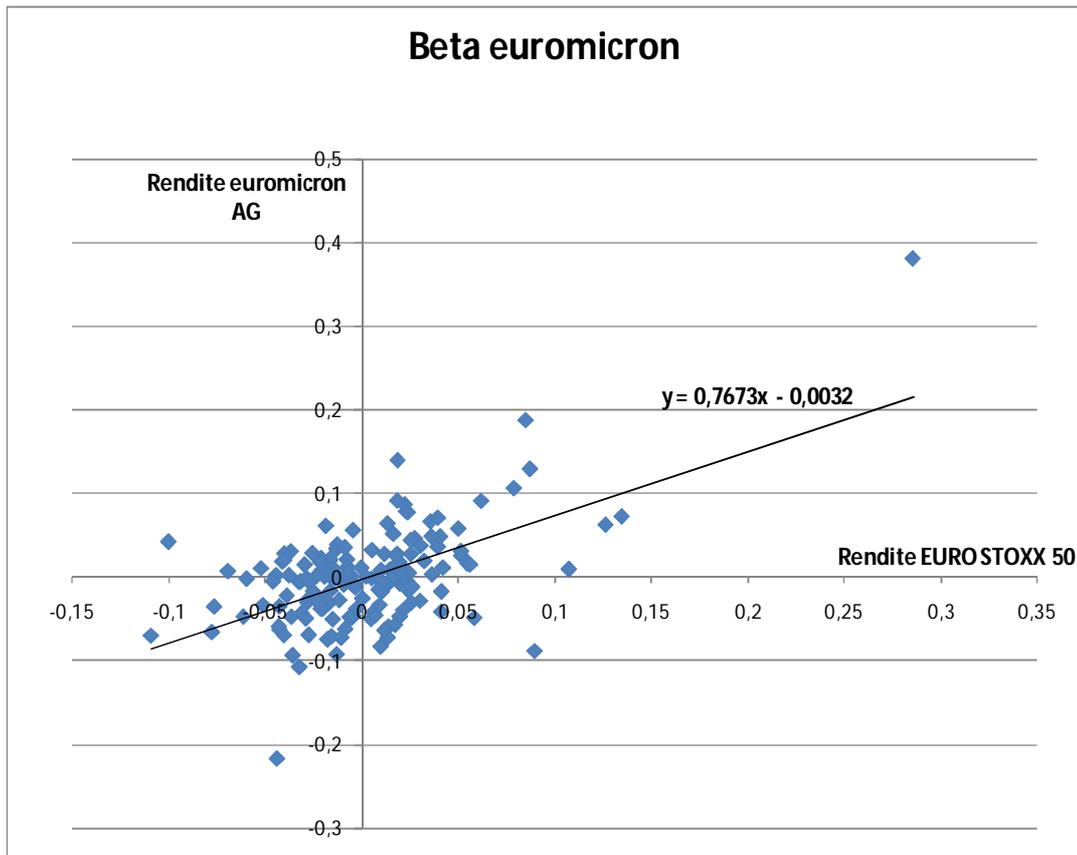
Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 32,82. Er ist damit um 53 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 21,40). Die Modifikation der Aktionsparameter im Terminal Value sind der nachstehenden Sensitivitätsanalyse zu entnehmen. Diese zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes.

Sensitivitätsanalyse je Aktie		Diskontierungszinssatz				
(EUR)		6,97%	7,22%	7,47%	7,72%	7,97%
β = 1						
Wachstum	1,0%	33,35	31,65	30,09	28,63	27,28
	1,5%	34,94	33,06	31,34	29,75	28,28
	2,0%	36,85	34,74	<b>32,82</b>	31,07	29,45
	2,5%	39,19	36,78	34,61	32,63	30,84
	3,0%	42,12	39,30	36,79	34,53	32,50

Sensitivitätsanalyse Marktkapitalisierung		Diskontierungszinssatz				
(Mio. EUR)		6,97%	7,22%	7,47%	7,72%	7,97%
β = 1						
Wachstum	1,0%	170,96	162,26	154,22	146,77	139,84
	1,5%	179,11	169,48	160,65	152,50	144,98
	2,0%	188,91	178,10	<b>168,25</b>	159,25	150,97
	2,5%	200,91	188,54	177,39	167,28	158,07
	3,0%	215,92	201,46	188,57	177,02	166,59

## Geringe Volatilität impliziert niedrige Kapitalkosten

In den letzten **Jahren** ließ sich bei der euromicron AG mit seinem robusten Geschäftsmodell eine weitaus geringere Volatilität als der Markt beobachten. Daraus lässt sich ableiten, dass diese Aktie weniger riskant als der Markt war und somit die Kapitalkosten niedriger sein sollten. Bei unseren eigenen Berechnungen des Beta Wert kamen wir meist auf Werte zwischen 0,7 und 0,8. Für unsere Berechnungen haben wir als Markt den Index EURO STOXX 50 genommen. Nimmt man die Wochenrenditen der letzten 3 Jahre als Grundlage, kommt man auf einen Wert von nur **0,77**.



Dieses geringe Risiko führt uns zu einem theoretischen Kapitalkostensatz von nur 6.75% und einem daraus resultierenden Wert von 38,98 Euro pro Aktie. Wir möchten mit dieser Rechnung auf das hohe Potential der Aktie hinweisen.

Sensitivitätsanalyse je Aktie						
(EUR)	Diskontierungszinssatz					
$\beta = 0,77$	6,25%	6,50%	6,75%	7,00%	7,25%	
1,0%	39,21	37,03	35,04	33,21	31,52	
1,5%	41,53	39,06	36,82	34,78	32,92	
2,0%	44,39	41,53	<b>38,98</b>	36,67	34,58	
2,5%	48,01	44,63	41,64	38,98	36,59	
3,0%	52,75	48,61	45,02	41,87	39,07	

Sensitivitätsanalyse Marktkapitalisierung						
(Mio. EUR)	Diskontierungszinssatz					
$\beta = 0,77$	6,25%	6,50%	6,75%	7,00%	7,25%	
1,0%	200,99	189,81	179,59	170,21	161,57	
1,5%	212,86	200,20	188,73	178,28	168,73	
2,0%	227,52	212,90	<b>199,79</b>	187,97	177,24	
2,5%	246,10	228,78	213,46	199,80	187,55	
3,0%	270,40	249,19	230,77	214,60	200,30	

## 5.4 Peer Group Analyse

Die aus unserem DCF-Modell hervorgegangene Bewertung der euromicron AG haben wir zusätzlich mit Hilfe einer Peer Group Analyse einer Plausibilitätsprüfung unterzogen. Dabei haben wir vorrangig Unternehmen ausgewählt, die in der Netzwerktechnologie Branche tätig sind. Multiplikatorverfahren basieren auf einer vergleichenden Betrachtungsweise, indem geeignete Vervielfältiger aus Kapitalmarktdaten und Finanzberichterstattung börsennotierter Vergleichsunternehmen auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden.

Die Ausgangsdaten der Vergleichsunternehmen stammen von dem Informationsdienstleister Thomson Reuters.

Peer Group						
Peer Group	EV/EBITDA 2011E	2012E	EV/EBIT 2011E	2012E	KGV 2011E	2012E
Adva AG Optical Networking	4.8	3.8	8.6	6.5	20.2	11.3
Alliance Fiber Optic Products Inc	3.3	n.a.	3.9	n.a.	12.9	9.3
Batenburg Beheer NV	5.3	4.9	6.7	6.4	12.3	11.0
Imtech NV	7.8	7.4	9.4	8.8	13.6	12.0
Kontron AG	5.7	5.3	7.6	6.6	12.7	10.5
Molex Inc	5.5	4.9	8.2	7.3	15.0	12.9
Peer Benchmark	5.4	5.3	7.4	7.1	13.3	11.2
euromicron AG communication & control tech	5.5	5.1	6.8	6.3	8.5	7.8
Discount (-)/Premium (+)	1.8	-2.7	-8.7	-11.3	-35.9	-29.9
<b>Bewertungsbandbreite:</b>	<b>20.2 EUR bis 27.95 EUR</b>					

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

## 6 Kontakt

euromicron Aktiengesellschaft

Telefon: + 49 (0) 69 – 63 15 83 - 0

Telefax: + 49 (0) 69 – 63 15 83 - 17

Speicherstraße 1  
D-60596 Frankfurt

E-Mail: [ir-pr@euromicron.de](mailto:ir-pr@euromicron.de)

<b>DR. KALLIWODA</b> RESEARCH GmbH		Rüsterstraße 4a 60325 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 <a href="http://www.kalliwoda.com">www.kalliwoda.com</a>
Primary Research   Fair Value Analysis   International Roadshows		
Head: <b>Dr. Norbert Kalliwoda</b> E-Mail: <a href="mailto:nk@kalliwoda.com">nk@kalliwoda.com</a>	CEFA-Analyst; University of Frankfurt/Main; PhD in Economics; Dipl.-Kfm.	<u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
<b>Sven Bedbur</b> E-Mail: <a href="mailto:sb@kalliwoda.com">sb@kalliwoda.com</a>	Dipl.-Kfm. Analyst; University of Frankfurt/Main	<u>Sectors:</u> IT Services & Software, Financial Services, Mining & Exploration
<b>Michael John</b> E-Mail: <a href="mailto:mj@kalliwoda.com">mj@kalliwoda.com</a>	Dipl.-Ing. (Aachen)	<u>Sectors:</u> Chemicals, Chemical Engineering, Basic Metals, Renewable Energies, Laser/Physics
<b>Dr. Thomas Krassmann</b> E-Mail: <a href="mailto:tk@kalliwoda.com">tk@kalliwoda.com</a>	Dipl.-Geologist, M.Sc.; University of Göttingen & Rhodes University, South Africa;	<u>Sectors:</u> Raw Materials, Mining, Precious Metals, Gem stones.
<b>Maximilian F. Kaessens</b> E-Mail: <a href="mailto:mk@kalliwoda.com">mk@kalliwoda.com</a>	Bachelor of Science in Business Administration (Babson College (05/2012), Babson Park, MA (US))	<u>Sectors:</u> Financials, Real Estate
<b>Dr. Christoph Piechaczek</b> E-Mail: <a href="mailto:cp@kalliwoda.com">cp@kalliwoda.com</a>	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
<b>Dr. Erik Schneider</b> E-Mail: <a href="mailto:es@kalliwoda.com">es@kalliwoda.com</a>	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
<b>David Schreindorfer</b> E-Mail: <a href="mailto:ds@kalliwoda.com">ds@kalliwoda.com</a>	MBA, Economic Investment Management; Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
<b>Hellmut Schaarschmidt;</b> E-Mail: <a href="mailto:hs@kalliwoda.com">hs@kalliwoda.com</a>	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt/Main.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
<b>Robin-Andreas Braun</b> E-Mail: <a href="mailto:rab@kalliwoda.com">rab@kalliwoda.com</a>	Junior-Analyst; University of Frankfurt/Main (2012)	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
<b>Patrick Bellmann</b> E-Mail: <a href="mailto:pb@kalliwoda.com">pb@kalliwoda.com</a>	Junior-Analyst; WHU - Otto Beisheim School of Management, Vallendar (2012)	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
<b>Nele Rave</b> E-Mail: <a href="mailto:nr@kalliwoda.com">nr@kalliwoda.com</a>	Lawyer; Native Speaker, German School London,	<u>Translations English</u>

Also view Sales and Earnings Estimates:

**DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of Bloomberg, Thomson Reuters, vwd group and Factset**

Analyst of this research:  
Dr. Norbert Kalliwoda, CEFA



## 7 DISCLAIMER

<b>KAUFEN:</b>	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens 10 % aufweisen	<b>BUY</b>
<b>AKKUMULIEREN:</b>	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 5% und 10% aufweisen	<b>ACCUMULATE</b>
<b>HALTEN:</b>	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 5% und - 5% aufweisen	<b>HOLD</b>
<b>REDUZIEREN:</b>	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen - 5% und - 10% aufweisen	<b>REDUCE</b>
<b>VERKAUFEN:</b>	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens - 10 % aufweisen	<b>SELL</b>

### Additional Disclosure/Erklärung

DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH hat diese Analyse auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, gefertigt. Wir arbeiten so exakt wie möglich. Wir können aber für die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen und Meinungen keine Gewährleistung übernehmen.

Diese Studie ersetzt nicht die persönliche Beratung. Diese Studie gilt nicht als Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der in dieser Studie angesprochenen Anlageinstrumente. Daher rät DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH, sich vor einer Wertpapierdisposition an Ihren Bankberater oder Vermögensverwalter zu wenden.

Diese Studie ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 ( in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Diese Studie darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Die Verteilung dieser Studie in andere internationale Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Studie gelangt, sollten sich über gegebenenfalls vorhandene Beschränkungen informieren und diese einhalten.

DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH sowie Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in dieser Studie erwähnten Wertpapieren oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Wertpapiere oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern.

### Mögliche Interessenskonflikte

Weder DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals;
- war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt;
- hält an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals;
- hat die analysierten Wertpapiere auf Grund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.

Nur mit dem Unternehmen euromicron AG bestehen vertragliche Beziehungen zu DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH für die Erstellung von Research-Studien. Durch die Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Leser/Empfänger die Verbindlichkeit dieses Disclaimers.

## DISCLAIMER

The information and opinions in this analysis were prepared by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH. The information herein is believed by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH to be reliable and has been obtained from public sources believed to be reliable. With the exception of information about DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH, DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH makes no representation as to the accuracy or completeness of such information.

Opinions, estimates and projections in this report constitute the current judgement of the author as of the date of this analysis. They do not necessarily reflect the opinions, projection, forecast or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate, except if research on the subject company is withdrawn. Prices and availability of financial instruments also are subject to change without notice. This report is provided for informational purposes only. It is not to be construed as an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell any financial instruments or to participate in any particular trading strategy in any jurisdiction. The financial instruments discussed in this report may not be suitable for all investors and investors must make their own investment decision using their own independent advisors as they believe necessary and based upon their specific financial situations and investment objectives. If a financial instrument is denominated in a currency other than an investor's currency, a change in exchange rates may adversely affect the price or value of, or the income derived from, the financial instrument, and such investor effectively assumes currency risk. In addition, income from an investment may fluctuate and the price or value of financial instruments described in this report, either directly or indirectly, may rise or fall. Furthermore, past performance is not necessarily indicative of future results.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person for any purpose without DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH's prior written consent. Please cite source when quoting.