

## Update

## KAUFEN

Kursziel: EUR 30,73

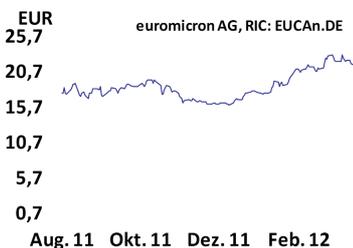
Branche: Technologie  
Land: Deutschland  
Reuters: EUCAn.DE  
WKN: A1K030  
Webseite: euromicron.de

Kurs aktuell:		21,53
	Hoch	Tief
Kurs 52 W.:	23,00	15,93
Marktkap. (Mio. EUR)		143,4
Anzahl Aktien (in Mio.)		6,7

Aktionärsstruktur		
Streubesitz		83,61%
Allianz Global Investors		5,18%
Universal Investment		4,96%
Union Investment		3,21%
Erste-Sparinvest		3,04%

Performance		
4 Wochen		2,8%
13 Wochen		29,1%
26 Wochen		17,3%
52 Wochen		-
lfd. Jahr		35,1%

Dividende		
	EUR/Aktie	in %
2010 FY	1,10	46%
2011e	1,15	49%
2012e	1,32	49%
2013e	1,42	49%
2014e	1,62	49%



## euromicron AG

## Erfolgreiches Jahr 2011

- Das Geschäftsjahr 2011 war für die euromicron AG das erfolgreichste Ihrer Geschichte. Wesentliche Einflussfaktoren der Umsatzentwicklung waren ein starkes organisches Wachstum von 10% und vorgezogene, ursprünglich für 2012 geplante, Akquisition der telent GmbH, welche in das neu geschaffene Segment WAN Services eingegliedert wurde. Während das Segment Nord sein Ergebnis steigern konnte, wurde das Segment Süd durch eine eher ernüchternde Entwicklung in den Niederlanden und Österreich geschwächt. Das EBIT stieg um 20% an und somit liegt die Marge leicht unter dem vom Unternehmen angegebenen Zielbereich von 8%-11%. Dies ist auf die getätigten Akquisitionen zurückzuführen.
- Die euromicron AG tätigte mit der telent GmbH eines Ihrer größten Zukäufe der Unternehmensgeschichte. Der Firmenkauf ermöglicht die Erweiterung der Systemkompetenzen im Bereich Betriebs- und Richtfunk und komplexe Streckennetzwerke überwiegend im Marktsegment der Wide Area Networks WAN, sowie die Vergrößerung des Kundenkreises, die bundesweite flächendeckende Präsenz und die Erzielung von Cross-Selling Einkünften.
- Als herstellerunabhängiger Full-Service Anbieter mit Herstellerkompetenz und flächendeckender Marktstellung in Deutschland sehen wir das Unternehmen als hervorragend positioniert. Der bundesweite Breitbandausbau und die steigende Nachfrage nach komplexen Netzinfrastrukturlösungen bieten große Wachstumschancen. Aussichtsreiche Nischenmärkte wie Energie und Sicherheit werden von technologischen Megatrends unterstützt und stellen für das Unternehmen ein profitables Geschäft in Aussicht. Zusätzlich verstärkt das Unternehmen seine internationale Ausrichtung. Durch Hebung von Synergieeffekten ist ein Margenanstieg in den nächsten Jahren zu erwarten. Als Hauptrisiken sehen wir die Falscheinschätzung technologischer Trends, den Mangel an qualifiziertem Personal und der anspruchsvollen Finanzierung des laufenden Geschäfts. Hierzu trifft das Unternehmen gezielte Maßnahmen.
- Der relative Bewertungsansatz des Peer-Modells, welchen wir mit 20% gewichten, ergibt ein Kursziel von €36,29. Aus dem Bewertungsansatz des DCF Modells, gewichtet mit 80%, resultiert ein Aktienwert von €29,34. Damit erwarten in den nächsten 12 Monaten einen Aktienkurs von €30,73. Entsprechend unserer Ratingklassifikation empfehlen wir damit die Aktie zum Kauf.

EUR m	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Umsatzerlöse	336	366	384	404	424	445
EBITDA	35	41	46	50	55	60
EBIT	27	32	36	40	44	48
Nettoergebnis	16	20	23	25	29	32
EPS	2,4	3,0	3,4	3,8	4,3	4,8
BVPS	19,3	21,1	23,0	25,1	27,5	30,2
CFPS	4,5	4,3	5,1	5,6	6,1	6,6
RoA	6%	7%	7%	8%	8%	8%
RoE	6%	7%	7%	8%	8%	8%
EBIT Marge	8%	9%	9%	10%	10%	11%

Dr. Norbert Kalliwoda  
Phone: +49 69 97 20 58 53  
Email: nk@kalliwoda.com  
www.kalliwoda.com

## Inhalt

<b>1</b>	<b>Unternehmensprofil</b> .....	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>SWOT Analyse</b> .....	<b>5</b>
<b>3</b>	<b>Aktuelle Entwicklung und Ausblick</b> .....	<b>6</b>
<b>4</b>	<b>Aktie</b> .....	<b>8</b>
<b>5</b>	<b>Investment Case</b> .....	<b>8</b>
<b>6</b>	<b>Finanzteil</b> .....	<b>9</b>
6.1	Gewinn- und Verlustrechnung .....	9
6.2	Bilanzen .....	10
6.3	Kapitalflussrechnung .....	11
<b>7</b>	<b>Bewertung</b> .....	<b>12</b>
7.1	DCF-Modell .....	12
7.2	WACC.....	13
7.3	Fair Value – Sensitivitäten.....	13
7.4	Peer Group Analyse .....	14
<b>8</b>	<b>Kontakt</b> .....	<b>15</b>
<b>9</b>	<b>DISCLAIMER</b> .....	<b>16</b>

## 1 Unternehmensprofil

Die euromicron AG ist Hersteller und Anbieter von Lösungen in der Netzwerk- und Lichtwellenleiter-Technologie. Die Gesellschaft agiert zudem als Full-Service Anbieter im Bereich Kommunikations- und Sicherheitslösungen für unterschiedliche Branchen und Anforderungen. Die euromicron deckt die gesamte Wertschöpfungskette ab. Neben der 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. Die Konzerngliederung erfolgt in drei Steuerungssegmenten, sowie in vier Marketing Bereiche.

### Euromicron AG – Unternehmensgliederung

Konzern	Management Holding		
	Finanzen, Personal, Einkauf, IT, Public & Investor Relations		
	Nord	Süd	WAN Services
components	Höchste Qualität in der Serienfertigung individuell nach Kundenwünschen		
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Aktive / passive optische Netzwerkkomponenten</li> <li>Test- und Arbeitsplatzsysteme</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Wartung</li> <li>Managed Services</li> </ul>	
	LWL Sachsenkabel GmbH (D) MICROSENS GmbH Co. KG & Beteiligungen GmbH (D, F, PL)	ELABO GmbH (D) EUROMICRON Werkzeuge GmbH (D)	
networks	Ganzheitliche Sichtweise für kundenspezifische systemübergreifende Projekt- und Systemlösungen für konvergente Netze aus einer Hand		
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Voice/Unified Communication</li> <li>Video/Monitoring</li> <li>Intelligente Netze</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sicherheit</li> <li>PMR-Lösungen</li> </ul>	
	euromicron systems GmbH (D) SSM euromicron GmbH (D)	euromicron solutions GmbH (D, P) Avalan GmbH (D) euromicron austria GmbH (A) euromicron NBG Fiber Optics (A)	telenet GmbH (D)
distribution	Langfristige partnerschaftliche Beziehungen zu internationalen Herstellern für aktive und passive Netzwerkkomponenten ermöglichen qualifizierte und herstellerunabhängige Lösungen zu bestmöglichen Konditionen just-in-time für die Kunden der euromicron AG		
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Beratung</li> <li>Training (Zertifizierungsschulung, Seminare)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Analyse</li> <li>Service</li> </ul>	
		SKM Skyline GmbH (D) Qubix S.p.A. networking solutions & distribuion GmbH (I)	
service	Strategische und geschäftsübergreifende Steuerungs- sowie operative Aufgaben, die nicht zum unmittelbaren Kerngeschäft gehören, wie z.B.		
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Verwaltung von Grundstücken und Gebäuden</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Finanzierungen und spezifische Beteiligungen</li> </ul>	
	euromicron international services GmbH (D)		

Quelle: euromicron AG, Dr. Kalliwoda Research ©2012; Stand Geschäftsbericht 2011

Anwendungsbeispiele für Lösungen von euromicron:

- ◆ Im Klinikbetrieb: Durch den Aufbau einer Netzinfrastruktur auf Basis von Glasfaserverkabelung können hohe Bandbreiten für alle Bereiche des Krankenhauses zur Verfügung gestellt werden. Damit kann der Service für den Patienten mit einem Infotainment-Center (jeder Patient erhält einen Bildschirm und Fernbedienung mit TV, Internet und Informationen der Klinik) verbessert werden. Bei der Übermittlung von Daten und hoch aufgelösten Röntgenbildern von Patienten kann die Geschwindigkeit und Sicherheit verbessert werden. Bei schwierigen Operationen können bei Bedarf Videokonferenzen abgehalten werden. Außerdem laufen z.B. das Brandmeldesystem, Sicherheitskonzepte und die Büroanwendungen der Krankenhausverwaltung über die Netzinfrastruktur, die euromicron liefert.
- ◆ Für die Deutsche Bahn AG werden beispielhaft die Kommunikations- und Alarm- sowie Notrufsysteme auf IP-Basis harmonisiert und in ein zentrales Management integriert. Ebenso werden Netzwerke für die Anbindung von Fahrgastsystemen, Videoüberwachung oder Brandschutzsystemen realisiert.
- ◆ Umstellung eines Flughafens von Kupfer- auf Glasfaserverkabelung: euromicron übernahm die Planung sowie Koordination und Überwachung der Verlegung von 45 km Glasfaserkabel im gesamten Flughafenbereich. Des Weiteren gehörte die Elektroinstallation der Rechenzentren nach US-Standard dazu, da es sich beim Auftraggeber um die amerikanische Regierung handelte.
- ◆ Im Bereich Komponenten & Konfektionierung betreibt euromicron die Entwicklung und Fertigung von optischen Verbindungselementen für die Daten-, Kommunikations-, Laser-, Mess- und Automatisierungstechnik. Die Produktion erfolgt sowohl für die Serie als auch nach Vorgaben des Kunden. Neben den Komponenten werden Werkzeuge für die Kabel- und Drahtindustrie gefertigt und Netzwerkkomponenten konfektioniert. Außerdem produziert euromicron vorkonfektionierte Text-, Montage- und Laborarbeitsplatzsysteme.

LWL Minibreakoutkabel



Quelle: Sachsenkabel

FTTO Gigabit Micro-Switch



Quelle: Microsens

## PRODUKT- UND LÖSUNGSPORTFOLIO DER euromicron

### SECURITY- UND VIDEO-SOLUTIONS

Sicherheitssysteme gegen Brand, Einbruch und Hackerangriffe

### CONTROL-SOLUTIONS

Sicherheitssysteme für Rechenzentren, Kontroll- oder Prozessleitsysteme

### E-HEALTH-SOLUTIONS

Mobile Seniorennotruf- und Ortungssysteme mit Datentransfer, Kommunikations- und Mediensystemen

### MOBILE-SOLUTIONS

Smarte Lösungen für GSM, UMTS- und BOS-Technik, PMR

### HOME-SOLUTIONS

Hochgeschwindigkeitszugänge zu Endhaushalten

### MONITORING-SOLUTIONS

Überwachungs-, Datenübertragungs- und Ortungssysteme z. B. im Strafvollzug, für bewegliche Güter und Fahrzeuge

### CABELING-SOLUTIONS

Vorkonfigurierte Verkabelungssysteme für alle Anwendungen

### VOIP-UND UC-SOLUTIONS

Lösungen für Sprach- und Datenkommunikation sowie vernetztes Arbeiten

### DATACENTER-SOLUTIONS

Komplette Infrastrukturen für Rechenzentren

Zu den Kunden der 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.

## 2 SWOT Analyse

### Stärken

- **Mit der Positionierung als hersteller-unabhängiger Anbieter** ist die euromicron AG in der Lage komplexe, maßgeschneiderte und hochqualitative Kundenlösungen zu liefern. Das Leistungsspektrum des Unternehmens umfasst die gesamte Wertschöpfungskette von Netzinfrastrukturlösungen und beinhaltet somit das Know-How in den Bereichen Herstellung, Planung, Beratung, Implementierung und Vertrieb. Damit verfügt euromicron über einen wesentlichen Wettbewerbsvorteil. Solch ein Kompetenznetzwerk sehen wir zudem als Markteintrittsbarriere.
- **Die flächendeckende Marktstellung in Deutschland** sehen wir als zusätzliche Eintrittsbarriere in diesem Markt.

### Chancen

- **Positionierung mit Alleinstellungsmerkmalen in den wachstumstarken Nischenmärkten** Energie (Smart Grid), Gesundheit (Vernetzter OP), Mobilität, Sicherheit, Heim und Büro (FTTX), in welchen die Netzwerk-Infrastruktur für die Nutzer einen bedeutenden Wettbewerbsvorteil darstellt.
- **Nachfrage nach flächendeckendem Breitbandausbau** auch in den schwer erreichbaren Gegenden durch die Zielsetzung der Bundesregierung.
- **Steigende Anforderungen an Systemlösungen für Netzwerkinfrastrukturen** mit der zunehmenden Anzahl von Applikationen, Endgeräten und Nutzern, hervorgerufen durch Technologie Trends wie Cloud Computing, Mobiles Internet, und Digitale Applikationen, erhöhen die Nachfrage nach euromicron Systemlösungen.
- **Synergie- und Cross-Selling Effekte** sowie eine höhere Wertschöpfung durch die Integration der Akquisitionen und konzernübergreifenden Prozessoptimierungen führen zu erhöhten Margen und steigendem Wettbewerbsvorteil.
- **Das Wachstum in Europa** soll in den Märkten Österreich, Italien und Frankreich durch die Gewinnung von Projekten mit Signalcharakter erfolgen.

### Schwächen

- **Hoher Goodwillanteil an Vermögenswerten** aufgrund der Vorrangegangenen anorganischen Wachstumsphase. Mit der Einleitung der „Built-and-Integrate“ Phase und einem organischen Wachstum ist eine Verringerung des Goodwillanteils an den Vermögenswerten zu erwarten.
- **Geringe internationale Präsenz** in wachstumsstarken Regionen (z.B. Asien) ist eine Folge des regionalen strategischen Fokus des Unternehmens, welche wir als wichtige Wettbewerbskomponente betrachten.

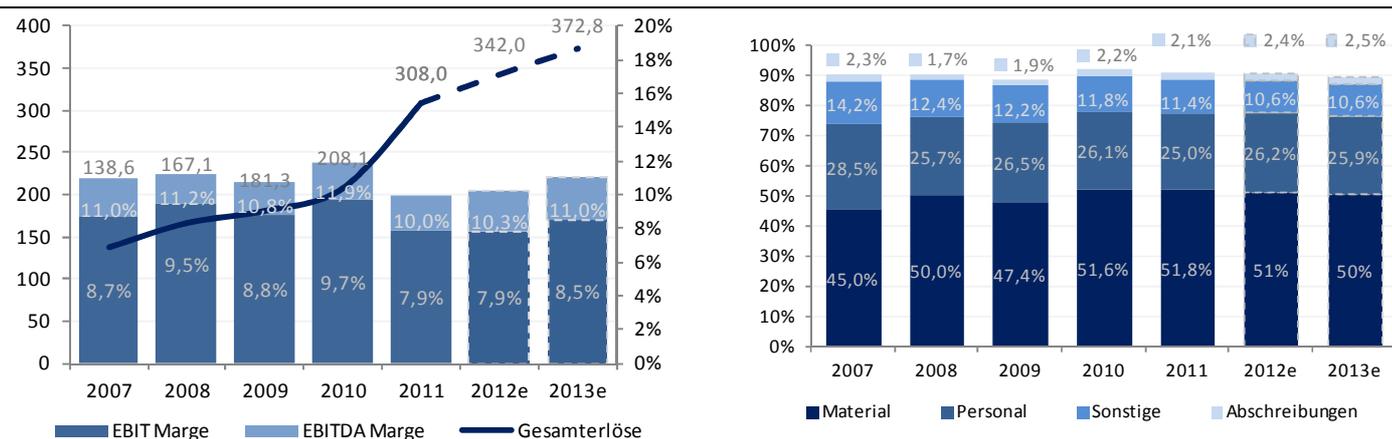
### Risiken

- **Die Falscheinschätzung technologischer Trends** zusammen mit einer Einführung einer der euromicron überlegenen Kerntechnologie würde für das Unternehmen den Verlust der Technologieführerschaft bedeuten. Dieses Risiko stufen wir aufgrund der breiten Aufstellung des Unternehmens, des intensiven Kundendialogs, sowie der Herstellerunabhängigkeit und Fokus auf Forschung und Entwicklung als gering ein.
- **Ein Mangel an qualifiziertem Personal**, hervorgerufen durch strukturelle Angebotsknappheit in diesem Bereich, würde dem Unternehmen die Wahrnehmung seiner Chancen erschweren. Das Unternehmen mindert das Risiko durch eine hohe Ausbildungsquote, die intensive Weiterbildung seiner Mitarbeiter, die Rekrutierung von Spezialisten und strategische Partnerschaften.
- **Der Hohe Anteil des Projektgeschäfts** am Gesamtvolumen birgt neben Kalkulations- und Erfüllungsrisiken ebenfalls Ausfallrisiken durch die geschäftsinhärente Vorfinanzierung der Projekt-tätigkeiten. Entschärfend wirken jedoch das branchenspezifisch diversifizierte Kundenportfolio, die Unabhängigkeit von Einzelkunden, sowie ein effizientes Cash Management und intensive Steuerungskonzepte. Mit keinem Kunden wird mehr als 8% des Umsatzes erzielt.

### 3 Aktuelle Entwicklung und Ausblick

Das Geschäftsjahr 2011 war für die euromicron AG das erfolgreichste seiner Geschichte. Ein Anstieg im Auftragseingang um 50% brachte den Auftragsbestand auf ein Niveau von €127,5m (Vj. €91,1m). Die Umsatzentwicklung mit einem Anstieg von 50% auf €305m übertraf alle Erwartungen. Damit erreichte das Unternehmen seine für 2013 gesetzte Zielmarke. Wesentliche Einflussfaktoren der Umsatzentwicklung waren ein starkes organisches Wachstum von 10% und die vorgezogene, ursprünglich für 2012 geplante, Akquisition der telent GmbH, welche in das neu geschaffene Segment WAN Services eingegliedert wurde. Während das Segment Nord sein Ergebnis steigern konnte, wurde das Segment Süd durch die eher ernüchternde Entwicklung in den Niederlanden und Österreich geschwächt. Gerade Österreich war primäres Expansionsziel des Unternehmens im Jahr 2011 und es wurden Schritte getätigt, um in diesem Jahr die Performance zu verbessern. Insgesamt steigerte sich der Anteil der Auslandsumsätze auf 37% wobei die Entwicklungen in Polen und Frankreich die Erwartungen übertrafen. In den kommenden Jahren wird der Fokus auf die Integration der Firmenerwerbe und dem organischen Wachstum in In- und Ausland liegen. Das Management rechnet mit einer jährlichen Umsatzwachstumsrate zwischen 5% bis 10%.

#### Konzernergebnisse und Schätzungen



Erlöse und Aufwendungen in €M, Margen anteilig an Gesamterlösen, Ergebnisse ggf. bereinigt um Sondereffekte

Quelle: euromicron AG, Dr. Kalliwoda Research © 2012

Das EBIT stieg um 20% an und somit liegt die Marge innerhalb der Prognosereichweite von 7,5-8,5% aber leicht unter dem vom Unternehmen angestrebten Zielbereich von 8%-11%. Dies ist auf die getätigten Akquisitionen zurückzuführen. In den kommenden Jahren ist ein Anstieg in der Gewinnmarge durch die Hebung von Synergieeffekten zu erwarten.

Der Verlust aus Finanzierungstätigkeiten erhöhte sich von €2,9m auf €6,4m, welches auf die wachstumsbedingte Ausweitung des Projektgeschäfts zurückzuführen ist, sowie durch ein steigendes Geschäftsvolumen bei traditionell hohem Auftragseingang zum Jahresende und einem vergrößerten Anteil längerfristiger Projekte. Vorleistungen aus dem Projektgeschäft müssen fremdfinanziert werden, da hier den Leistungen gewöhnlich lediglich Forderungen gegenüberstehen und die euromicron AG ihre Verbindlichkeiten gegenüber den Lieferanten kurzfristig zurückzahlt, um somit Skontovergünstigungen zu erhalten. Dies ist in erheblichem Maße im vierten Quartal geschehen. Weiter wurde das Finanzergebnis durch die Rückzahlungen von kurzfristigem Fremdkapital, sowie der Aufnahme eines langfristigen Schuldscheindarlehens belastet. Vor dem Hintergrund des geschilderten Projektgeschäfts ist

diese Maßnahme positiv zu bewerten, da die Abhängigkeit von kurzfristigem Fremdkapital gemildert wird und somit Liquiditätsengpässen vorgebeugt wird.

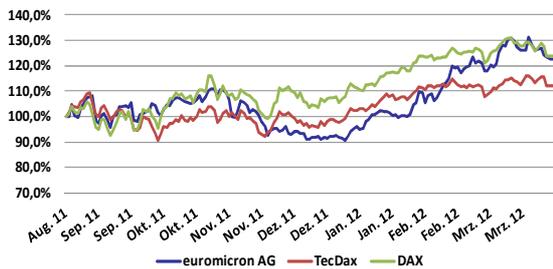
Auch durch einen leichten Rückgang der Steuerquote konnte das Nettoergebnis um 7% auf €12,2m gesteigert werden. Da im Jahr 2011 eine Kapitalerhöhung vorgenommen wurde, verweilte der Gewinn pro Aktie mit €2,38 auf ähnlichem Vorjahresniveau. Das Unternehmen plant eine konstante Fortführung der Dividendenpolitik, sodass in der Hauptversammlung eine Dividende je Aktie €1,15 vorgeschlagen wird.

Trotz eines vergleichsweise nur leicht angestiegenen Nettoergebnis bei einem gleichzeitig starken Anstieg des gebundenen Kapitals, hervorgerufen durch die geschilderte Ausweitung im Projektgeschäft, gestaltete sich der Bargeldzu- und abfluss aus dem operativen Geschäft ausgeglichen.

Die euromicron AG tätigte mit der telent GmbH eines ihrer größten Zukäufe der Unternehmensgeschichte. Der Firmenkauf ermöglicht die Erweiterung der Systemkompetenzen im Bereich des Betriebs- und Richtfunk sowie im Bereich komplexer Streckennetzwerke überwiegend im WAN Services. Der Zukauf ging auch mit einer Vergrößerung des Kundenkreises, bundesweiter flächendeckender Präsenz und der Erzielung von Cross-Selling Chancen einher. Im letzteren Zusammenhang ist die anschließende Akquisition der Cassidian Communications GmbH aus dem Marktsegment der analogen Betriebsnetze zu verstehen. Die Cassidian Akquisition bietet das Potenzial frühere EADS-Kunden weiter zu betreuen und eine Migration ihrer Betriebsnetze von Analog- auf Digitaltechnik zu begleiten. Die weiter getätigten Firmenkäufe, ACE Advanced Communication Engineering GmbH und der TeraMile GmbH, dienen dem Ausbau der technologischen Kompetenz und dem Erwerb von qualifiziertem Personal. Zur Implementierung des erfolgreichen euromicron Geschäftsmodells in Österreich wurde die Qubix Austria GmbH gegründet. Wir sehen alle Akquisitionen als sinnvolle Ergänzungen zum bestehenden euromicron Unternehmensportfolio. Des Weiteren wurden Anlageinvestitionen in neue Standorte und bestehende IT Systeme unternommen. Zur Finanzierung der Investitionstätigkeiten sowie zum innovativen Ausbau der Produkt- und Leitungsportfolios wurde die geschilderte Kapitalerhöhung durchgeführt.

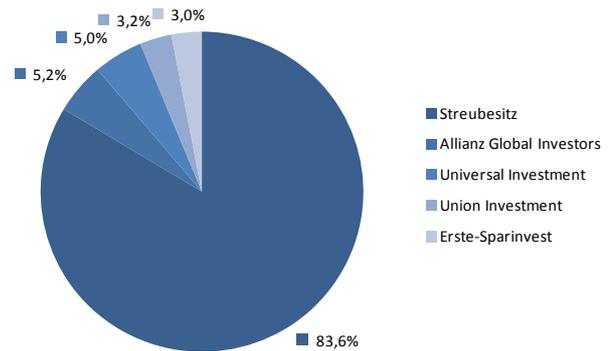
## 4 Aktie

### Aktienkursentwicklung



Quelle: ThomsonReutersKnowledge, Dr. Kalliwoda Research

### Aktionärsstruktur



Quelle: euromicron AG

## 5 Investment Case

Als herstellerunabhängiger Full-Service Anbieter mit Herstellerkompetenz und flächendeckender Marktstellung in Deutschland sehen wir das Unternehmen als hervorragend positioniert, um von seinen Wachstumschancen in aussichtsreichen Nischenmärkten wie Energie und Sicherheit sowie dem bundeweiten Breitbandausbau und steigender Nachfrage nach komplexen Netzinfrastrukturlösungen, getrieben von technologischen Megatrends, zu profitieren. Zusätzlich verstärkt das Unternehmen seine internationale Ausrichtung. Durch Hebung von Synergieeffekten ist ein Margenanstieg in den nächsten Jahren zu erwarten. Als Hauptrisiken sehen wir die Falscheinschätzung technologischer Trends, den Mangel an qualifiziertem Personal und der anspruchsvollen Finanzierung des laufenden Geschäfts. Hierzu trifft das Unternehmen gezielte Maßnahmen.

Der relative Bewertungsansatz des Peer-Modells, welchen wir mit 20% gewichten, ergibt ein Kursziel von €36,29. Aus dem Bewertungsansatz des DCF Modells, gewichtet mit 80%, resultiert ein Aktienwert von €29,34. Damit erwarten wir in den nächsten 12 Monaten einen Aktienkurs von €30,73. Entsprechend unserer Rating Klassifikation empfehlen wir damit die Aktie zum Kauf.

## 6 Finanzteil

### 6.1 Gewinn- und Verlustrechnung

#### Gewinn- und Verlustrechnung

Zahlungsangaben gerundet in mio. €	Geschäftsjahr										
	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>136</b>	<b>165</b>	<b>180</b>	<b>204</b>	<b>305</b>	<b>336</b>	<b>366</b>	<b>384</b>	<b>404</b>	<b>424</b>	<b>445</b>
Sonstige Erträge	2	3	2	4	3	6	7	7	7	8	8
<b>Gesamterlöse</b>	<b>139</b>	<b>167</b>	<b>181</b>	<b>208</b>	<b>308</b>	<b>342</b>	<b>373</b>	<b>391</b>	<b>411</b>	<b>432</b>	<b>453</b>
Materialkosten*	(64)	(85)	(91)	(105)	(165)	(181)	(196)	(200)	(208)	(216)	(224)
Personalkosten	(40)	(43)	(48)	(54)	(77)	(90)	(97)	(105)	(110)	(116)	(121)
Sonstige Aufwendungen	(20)	(21)	(22)	(25)	(35)	(36)	(39)	(41)	(43)	(46)	(48)
Abschreibungen	(3)	(3)	(4)	(5)	(7)	(8)	(9)	(10)	(10)	(11)	(12)
<b>Betriebsergebnis</b>	<b>12</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>20</b>	<b>24</b>	<b>27</b>	<b>32</b>	<b>36</b>	<b>40</b>	<b>44</b>	<b>48</b>
Finanzergebnis	(2)	(4)	(3)	(3)	(6)	(4)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>23</b>	<b>28</b>	<b>32</b>	<b>36</b>	<b>40</b>	<b>45</b>
Ertragssteuern	(3)	(3)	(3)	(5)	(5)	(6)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
<b>Ergebnis nach Steuern</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>17</b>	<b>21</b>	<b>23</b>	<b>26</b>	<b>29</b>	<b>33</b>
Minderheitenbeteiligungen	(0)	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Außergewöhnliche Ergebnisse	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Jahresüberschuss/-fehlbetrag</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>16</b>	<b>20</b>	<b>23</b>	<b>25</b>	<b>29</b>	<b>32</b>

#### Gewinn- und Verlustrechnung (Wachstumsraten)

<b>Umsatzerlöse</b>	<b>18%</b>	<b>21%</b>	<b>9%</b>	<b>13%</b>	<b>50%</b>	<b>10%</b>	<b>9%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>
Sonstige Erträge	84%	17%	(31%)	159%	(39%)	127%	9%	5%	5%	5%	5%
<b>Gesamterlöse</b>	<b>18%</b>	<b>21%</b>	<b>8%</b>	<b>15%</b>	<b>48%</b>	<b>11%</b>	<b>9%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>
Materialkosten*	6%	32%	8%	15%	58%	10%	8%	2%	4%	4%	4%
Personalkosten	23%	9%	12%	13%	42%	16%	8%	8%	5%	5%	5%
Sonstige Aufwendungen	32%	5%	7%	11%	44%	2%	9%	5%	5%	5%	5%
Abschreibungen	68%	(11%)	24%	30%	43%	25%	11%	9%	5%	5%	5%
<b>Betriebsergebnis</b>	<b>56%</b>	<b>33%</b>	<b>2%</b>	<b>23%</b>	<b>20%</b>	<b>11%</b>	<b>19%</b>	<b>12%</b>	<b>11%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>
Finanzergebnis	275%	105%	(25%)	(2%)	119%	(42%)	(6%)	(1%)	(2%)	(3%)	(4%)
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>40%</b>	<b>19%</b>	<b>11%</b>	<b>28%</b>	<b>4%</b>	<b>30%</b>	<b>22%</b>	<b>13%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>11%</b>
Ertragssteuern	1%	28%	(5%)	62%	(3%)	30%	22%	13%	12%	12%	11%
<b>Ergebnis nach Steuern</b>	<b>62%</b>	<b>17%</b>	<b>18%</b>	<b>18%</b>	<b>6%</b>	<b>30%</b>	<b>22%</b>	<b>13%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>11%</b>
Minderheitenbeteiligungen	94%	38%	(25%)	34%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Außergewöhnliche Ergebnisse	n.m.										
<b>Jahresüberschuss/-fehlbetrag</b>	<b>60%</b>	<b>15%</b>	<b>21%</b>	<b>17%</b>	<b>7%</b>	<b>31%</b>	<b>23%</b>	<b>14%</b>	<b>13%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>

#### Gewinn- und Verlustrechnung (Umsatzanteil)

<b>Umsatzerlöse</b>	<b>98%</b>	<b>98%</b>	<b>99%</b>	<b>98%</b>	<b>99%</b>	<b>98%</b>	<b>98%</b>	<b>98%</b>	<b>98%</b>	<b>98%</b>	<b>98%</b>
Sonstige Erträge	2%	2%	1%	2%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
<b>Gesamterlöse</b>	<b>100%</b>										
Materialkosten*	(46%)	(51%)	(50%)	(50%)	(54%)	(53%)	(53%)	(51%)	(51%)	(50%)	(50%)
Personalkosten	(29%)	(26%)	(27%)	(26%)	(25%)	(26%)	(26%)	(27%)	(27%)	(27%)	(27%)
Sonstige Aufwendungen	(14%)	(12%)	(12%)	(12%)	(11%)	(11%)	(11%)	(11%)	(11%)	(11%)	(11%)
Abschreibungen	(2%)	(2%)	(2%)	(2%)	(2%)	(2%)	(2%)	(3%)	(3%)	(3%)	(3%)
<b>Betriebsergebnis</b>	<b>9%</b>	<b>10%</b>	<b>9%</b>	<b>10%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>11%</b>
Finanzergebnis	(1%)	(2%)	(2%)	(1%)	(2%)	(1%)	(1%)	(1%)	(1%)	(1%)	(1%)
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>6%</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>10%</b>
Ertragssteuern	(2%)	(2%)	(2%)	(2%)	(2%)	(2%)	(2%)	(2%)	(2%)	(3%)	(3%)
<b>Ergebnis nach Steuern</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>
Minderheitenbeteiligungen	(0%)	(0%)	(0%)	(0%)	(0%)	(0%)	(0%)	(0%)	(0%)	(0%)	(0%)
Außergewöhnliche Ergebnisse	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Jahresüberschuss/-fehlbetrag</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>

## 6.2 Bilanzen

Bilanz	Geschäftsjahr											
	Zahlungsangaben in mio. €	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
<b>Aktiva</b>												
<u>Umlaufvermögen</u>												
Bargeldreserven	12	10	9	9	7	10	15	21	21	21	21	21
Kurzfristige Vermögensanlagen	0	1	1	1	1	1	1	4	14	26	39	39
Forderungen	37	46	53	55	88	93	101	106	111	117	123	123
Vorräte	13	14	13	17	25	30	32	33	34	36	37	37
Vorrauszahlungen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sonstige Vermögenswerte	3	5	1	5	5	6	6	7	7	7	8	8
<b>Summe Umlaufvermögen</b>	<b>65</b>	<b>76</b>	<b>77</b>	<b>87</b>	<b>127</b>	<b>140</b>	<b>156</b>	<b>170</b>	<b>188</b>	<b>206</b>	<b>227</b>	<b>227</b>
<u>Anlagevermögen</u>												
Sachanlagen	8	9	11	12	15	17	18	19	20	21	22	22
Immaterielle Vermögenswerte	6	7	13	15	18	20	22	23	24	26	27	27
Firmenwerte	67	79	77	81	104	104	104	104	104	104	104	104
Finanzanlagen	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Latente Steuern	2	1	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sonstige Vermögenswerte	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summe Anlagenvermögen</b>	<b>83</b>	<b>96</b>	<b>104</b>	<b>109</b>	<b>139</b>	<b>142</b>	<b>146</b>	<b>148</b>	<b>150</b>	<b>152</b>	<b>155</b>	<b>155</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>148</b>	<b>172</b>	<b>181</b>	<b>196</b>	<b>266</b>	<b>282</b>	<b>302</b>	<b>318</b>	<b>338</b>	<b>359</b>	<b>382</b>	<b>382</b>
<b>Passiva</b>												
<u>Kurzfristige Verbindlichkeiten</u>												
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	12	14	21	22	32	34	36	37	38	40	41	41
Rückstellungen	2	4	0	0	1	1	2	2	2	2	2	2
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	29	45	50	45	30	20	20	20	20	20	20	20
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	7	8	10	14	37	38	42	44	46	48	51	51
<b>Summe Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>50</b>	<b>70</b>	<b>81</b>	<b>81</b>	<b>99</b>	<b>94</b>	<b>99</b>	<b>102</b>	<b>106</b>	<b>110</b>	<b>114</b>	<b>114</b>
<u>Langfristige Verbindlichkeiten</u>												
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	0	13	9	5	26	32	32	32	32	32	32	32
Ertragssteuerschulden	3	4	6	7	8	8	8	8	8	8	8	8
Sonstige Verbindlichkeiten	24	11	14	14	12	20	22	23	24	25	26	26
<b>Summe Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>27</b>	<b>28</b>	<b>29</b>	<b>25</b>	<b>46</b>	<b>60</b>	<b>62</b>	<b>63</b>	<b>64</b>	<b>65</b>	<b>67</b>	<b>67</b>
<u>Eigenkapital</u>												
Gezeichnetes Kapital & Kapitalrücklage	74	74	74	82	106	106	106	106	106	106	106	106
Konzernrücklage und Ergebnisvorräte	-2	2	1	8	14	23	35	47	62	78	95	95
Sonstiges Kapital	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summe Eigenkapital</b>	<b>70</b>	<b>73</b>	<b>71</b>	<b>89</b>	<b>120</b>	<b>128</b>	<b>140</b>	<b>153</b>	<b>167</b>	<b>183</b>	<b>201</b>	<b>201</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>148</b>	<b>172</b>	<b>181</b>	<b>196</b>	<b>266</b>	<b>282</b>	<b>302</b>	<b>318</b>	<b>338</b>	<b>359</b>	<b>382</b>	<b>382</b>

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

## 6.3 Kapitalflussrechnung

Kapitalflussrechnung											
Zahlungsangaben in mio. €	Geschäftsjahr										
	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
<b>1. Kapitalfluss aus laufendem Geschäft</b>											
<b>Konzernergebnis vor Ertragssteuern</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>23</b>	<b>28</b>	<b>32</b>	<b>36</b>	<b>40</b>	<b>45</b>
<i>Abschreibungen</i>	3	3	4	5	7	8	9	10	10	11	12
<i>Sonstige Zahlungsunwirksame Änderungen</i>	(1)	2	3	3	6	0	0	0	0	0	0
<i>Veränderung des gebundenen Kapitals</i>	(3)	(15)	(7)	(16)	(31)	(1)	(9)	(9)	(9)	(11)	(12)
<b>Kapitalfluss aus laufendem Geschäft</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>14</b>	<b>8</b>	<b>0</b>	<b>30</b>	<b>29</b>	<b>34</b>	<b>37</b>	<b>41</b>	<b>44</b>
<b>2. Kapitalfluss aus Investitionen</b>											
<i>Anlageinvestitionen</i>	(5)	(4)	(7)	(5)	(8)	(12)	(12)	(12)	(13)	(13)	(14)
<i>Sonstige Investitionen</i>	(20)	(9)	(3)	(1)	(12)	0	0	(3)	(10)	(11)	(13)
<b>Kapitalfluss aus Investitionen</b>	<b>(25)</b>	<b>(13)</b>	<b>(10)</b>	<b>(6)</b>	<b>(20)</b>	<b>(12)</b>	<b>(12)</b>	<b>(15)</b>	<b>(23)</b>	<b>(25)</b>	<b>(27)</b>
<b>3. Kapitalfluss aus Finanzierungen</b>											
<i>Sonstige Finanzierungsaktivitäten</i>	0	(0)	(1)	(1)	(1)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
<i>Gezahlte Dividenden</i>	(3)	(4)	(5)	(5)	(6)	(8)	(8)	(10)	(11)	(13)	(14)
<i>Ausgabe (Abgang) von Aktien</i>	(1)	(1)	0	11	24	0	0	0	0	0	0
<i>Ausgabe (Abgang) von Darlehen</i>	27	13	(1)	(8)	1	(5)	0	0	0	0	0
<b>Kapitalfluss aus Finanzierungen</b>	<b>24</b>	<b>8</b>	<b>(6)</b>	<b>(3)</b>	<b>19</b>	<b>(15)</b>	<b>(11)</b>	<b>(13)</b>	<b>(15)</b>	<b>(16)</b>	<b>(17)</b>
<b>4. Finanzmittelfonds am Ende der Periode</b>											
<i>Wechselkurseffekte</i>	(0)	(1)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Veränderung des Finanzmittelfonds</b>	<b>4</b>	<b>(2)</b>	<b>(2)</b>	<b>(0)</b>	<b>(1)</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<i>Finanzmittelfonds am Anfang der Periode</i>	8	12	10	9	9	7	10	15	21	21	21
<b>Finanzmittelfonds am Ende der Periode</b>	<b>12</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>15</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>21</b>

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

## 7 Bewertung

### 7.1 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. 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 5/2012)						
(m EUR)	<i>Phase 1</i>					
	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
<b>Gesamterlöse</b>	<b>342</b>	<b>373</b>	<b>391</b>	<b>411</b>	<b>432</b>	<b>453</b>
Veränderungsrate	10%	9%	5%	5%	5%	5%
<b>EBIT</b>	<b>27</b>	<b>32</b>	<b>36</b>	<b>40</b>	<b>44</b>	<b>48</b>
Veränderungsrate	11%	19%	12%	11%	10%	10%
Marge	8%	9%	9%	10%	10%	11%
Zins- u. Beteiligungsergebnis	<b>-4</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>
<b>EBT ex. Zinsergebnis</b>	<b>23</b>	<b>28</b>	<b>32</b>	<b>36</b>	<b>40</b>	<b>45</b>
operativer Steueraufwand	<b>-6</b>	<b>-8</b>	<b>-9</b>	<b>-10</b>	<b>-11</b>	<b>-12</b>
Steuerquote (ex. Zinsergebnis)	28%	28%	28%	28%	28%	28%
<b>Abschreibungen</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>12</b>
Abschreibungsquote (% Umsatz)	2%	2%	3%	3%	3%	3%
Veränderung langf. Rückstellungen	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Anteil Umsatz	-	-	-	-	-	-
<b>CF-Geschäftsbedarf</b>	<b>-1</b>	<b>-9</b>	<b>-9</b>	<b>-9</b>	<b>-11</b>	<b>-12</b>
Working-Capital-Ratio (%Umsatz)	0%	-2%	-2%	-2%	-3%	-3%
<b>Investitionen</b>	<b>-12</b>	<b>-12</b>	<b>-12</b>	<b>-13</b>	<b>-13</b>	<b>-14</b>
Investitionsquote (%Umsatz)	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
Sonstige	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Free Cash-Flow</b>	<b>12</b>	<b>8</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>16</b>	<b>18</b>

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

## 7.2 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.

### WACC Annahmen

#### Wachstumsprämissen

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

#### Eigenkapitalkosten

Langfristiger risikoloser Zinssatz	3,8%
Risikoprämie Markt / Aktienmarktrendite	6,0%
Beta des Unternehmens	1,00
Eigenkapitalkostensatz	<b>9,8%</b>

#### Fremdkapitalkosten

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

Wert des Eigenkapitals	143
Wert des Fremdkapitals	55
Gearing	38,2%
<b>WACC</b>	<b>8,45%</b>

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 zur Berechnung der Kapitalkosten haben wir Thomson Reuters entnommen.

## 7.3 Fair Value – Sensitivitäten

Die Modifikation der Aktionsparameter im Terminal Value sind der nachstehenden Sensitivitätsanalyse zu entnehmen. Diese zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes.

Sensitivitätsanalyse		je Aktie				
(EUR)	$\beta = 1$	Diskontierungszinssatz				
		7,95%	8,20%	8,45%	8,70%	8,95%
Wachstum	1,0%	30,05	28,59	27,24	25,98	24,80
	1,5%	31,25	29,67	28,21	26,86	25,59
	2,0%	32,66	30,93	<b>29,34</b>	27,86	26,50
	2,5%	34,32	32,40	30,65	29,03	27,54
	3,0%	36,32	34,16	32,20	30,41	28,77

Sensitivitätsanalyse		Marktkapitalisierung				
(Mio.EUR)	$\beta = 1$	Diskontierungszinssatz				
		7,95%	8,20%	8,45%	8,70%	8,95%
Wachstum	1,0%	200	191	182	173	165
	1,5%	208	198	188	179	171
	2,0%	218	206	<b>195</b>	186	177
	2,5%	229	216	204	193	184
	3,0%	242	228	215	203	192

## 7.4 Peer Group Analyse

Die aus unserem DCF-Modell hervorgegangene Bewertung des Unternehmens haben wir zusätzlich, mit Hilfe einer Peer Group Analyse, einer Plausibilitätsprüfung unterzogen. Die Anwendung eines relativen Bewertungsmodells beruht auf dem Gedanken, dass vergleichbare Unternehmen korrespondierende Marktwerte besitzen. Dementsprechend werden vorrangig börsennotierte Unternehmen ausgewählt welche ähnliche Produkte liefern oder ein gleichartiges Geschäftsmodell besitzen. Eine Analyse der Finanzkennzahlen aller Unternehmen liefert eine Einschätzung inwiefern das Bewertungsergebnis des Unternehmens auf eine geringe Vergleichbarkeit mit seiner Peergruppe oder eben auf eine Unter- bzw. Überbewertung zurückzuführen ist.

Die Ausgangsdaten der Vergleichsunternehmen stammen von dem Informationsdienstleister Thomson Reuters. Die zukunftsorientierten Finanzdaten der Vergleichsunternehmen repräsentieren den Mittelwert aller Analystenschätzungen die über das Produkt ThomsonReutersKnowledge zur Verfügung stehen. Der Marktwert der finanziellen Verbindlichkeiten wird bei allen Unternehmen mit dem Buchwert approximiert.

Peer Group Multiples				Enterprise Value Multiples						Equity Value Multiples								
Peers	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			Price / Eps			Dividend Yield			Price / Bvps		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Adva Optical Networking AG	0,8	0,7	0,7	8,4	6,8	5,5	14	10	9	15,9	13,3	11,9	0%	0%	0%	1,4	1,1	1,3
Alliance Fiber Optic Products Inc	0,9	0,7	n.a.	6,5	5,2	3,7	6	n.a.	n.a.	13,6	9,8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Batenburg Techniek NV	0,3	0,3	n.a.	6,8	5,1	4,8	8	7	n.a.	7,8	7,1	n.a.	6%	6%	n.a.	0,8	0,8	n.a.
Huber+Suhner AG	1,0	1,0	0,9	7,4	9,1	7,9	17	13	11	23,9	18,9	15,6	2%	2%	2%	1,4	1,3	1,3
Imtech NV	0,6	0,5	0,5	9,7	8,8	8,3	11	10	9	10,3	9,3	8,5	4%	4%	4%	2,0	1,6	1,6
Kontron AG	0,8	0,7	0,7	7,5	7,1	6,4	10	8	7	11,4	9,5	8,7	4%	4%	4%	1,0	0,9	0,8
Optical Cable Corp	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>euromicron AG</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>3,1</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>4,0</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>14%</b>	<b>17%</b>	<b>19%</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>
Median	0,8	0,7	0,7	7,1	6,6	5,7	9,7	8,7	8,3	12,5	9,6	10,3	4%	4%	4%	1,4	1,1	1,3
Mean	0,7	0,7	0,7	6,9	6,4	5,6	9,7	8,6	7,8	12,8	10,7	10,0	4%	5%	5%	1,3	1,1	1,2
<b>Peer Benchmark</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>7,1</b>	<b>9,1</b>	<b>8,0</b>	<b>9,7</b>	<b>8,7</b>	<b>13,1</b>	<b>9,1</b>	<b>7,9</b>	<b>6,7</b>	<b>3%</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>	<b>1,1</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>
Discount (-)/Premium (+) in %	-69	-69	-67	-57	-71	-71	-58	-61	-77	-70	-72	-70	-410	-370	-308	-57	-50	-51
Valuation																		
<b>Peer Benchmark</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>7,1</b>	<b>9,1</b>	<b>8,0</b>	<b>9,7</b>	<b>8,7</b>	<b>13,1</b>	<b>9,1</b>	<b>7,9</b>	<b>6,7</b>	<b>3%</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>	<b>1,1</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>
euromicron AG financials	336	366	384	35	41	46	27	32	36	3,2	3,9	4,4	1,2	1,5	1,7	19,3	21,1	23,0
Implied Enterprise Value	349	347	325	250	372	367	260	276	468									
+ Cash and Cash Equivalents	8	8	8	8	8	8	8	8	8									
- Financial Debt	56	56	56	56	56	56	56	56	56									
- Pension Liabilities	1	1	1	1	1	1	1	1	1									
- Minority Interest	1	1	1	1	1	1	1	1	1									
- Preferred Equity	0	0	0	0	0	0	0	0	0									
+ Change in Equity Capital	0	0	0	0	0	0	0	0	0									
Implied Equity Value	300	297	275	200	322	317	210	227	418									
Number of Shares	7	7	7	7	7	7	7	7	7									
<b>Implied fair value per share</b>	<b>45,0</b>	<b>44,6</b>	<b>41,3</b>	<b>30,1</b>	<b>48,4</b>	<b>47,6</b>	<b>31,5</b>	<b>34,0</b>	<b>62,7</b>	<b>29,2</b>	<b>30,9</b>	<b>29,5</b>	<b>44,9</b>	<b>41,4</b>	<b>35,9</b>	<b>20,5</b>	<b>17,8</b>	<b>18,0</b>
Weights	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
<b>Results</b>	<b>42,8</b>									<b>29,78</b>								
Weights	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
<b>Fair Value Implied by Both Peer Multiples:</b>										<b>36,29 EUR</b>								
<b>Premium (Discount) to Peer Benchmark: 0 %</b>																		
<b>Fair Value per Share 36,29 EUR</b>																		

Source: ThomsonReutersKnowledge, Dr. Kalliwoda | Research 2012

## 8 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> <b>RESEARCH GmbH</b> Primary Research   Fair Value Analysis   International Roadshows		Rüsterstraße 4a 60325 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 <a href="http://www.kalliwoda.com">www.kalliwoda.com</a>
<b>Head:</b> <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>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>Andreas Braun</b> E-Mail: <a href="mailto:rb@kalliwoda.com">rb@kalliwoda.com</a>	Junior-Analyst; University of Frankfurt/Main (2012)	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
<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>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>Adrian Kowolik</b> E-Mail: <a href="mailto:ak@kalliwoda.com">ak@kalliwoda.com</a>	Dipl.-Kfm.; Humboldt-Universität zu Berlin, CFA Candidate	<u>Sectors:</u> Media, Internet, Gaming, Technology, Eastern European stocks
<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>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>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>Nele Rave</b> E-Mail: <a href="mailto:nr@kalliwoda.com">nr@kalliwoda.com</a>	Lawyer; Native Speaker, German School London,	<u>Legal Adviser</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



## 9 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.