

## Update

## KAUFEN

Kursziel: EUR 30,56

## euromicron AG

Starker Beginn der organischen  
Wachstumsphase

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

Kurs aktuell: 18,56  
Hoch: 23,00  
Tief: 15,93  
Kurs 52 W.: 23,00  
Marktkap. (Mio. EUR): 123,6  
Anzahl Aktien (in Mio.): 6,7

## Aktionärsstruktur

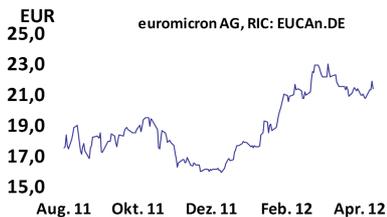
Streubesitz: 94,58%  
Universal-Investment GmbH: 4,92%

## Performance

4 Wochen: -12,6%  
13 Wochen: -15,7%  
26 Wochen: 16,0%  
52 Wochen: -  
lfd. Jahr: 16,5%

## Dividende

	EUR/Aktie	in %
2010 FY	1,06	49%
2011e	1,15	63%
2012e	1,32	49%
2013e	1,42	49%
2014e	1,62	49%



- Der Auftragseingang stieg um 36% auf €87,5m, der Umsatz um 40% auf €80,5m. Damit offenbart das erste Quartal des Jahres 2012 eine starke Performance. Verantwortlich zeigt sich neben dem starken organischen Wachstum die Akquisition der telent GmbH Deutschland am 10. Juni 2011. Mit diesem Ergebnis sehen wir die euromicron AG auf dem besten Wege unsere Umsatzerwartungen für das Jahr 2012 zu erfüllen.
- Die Personalaufwandsquote stieg aufgrund der erwähnten Akquisition und der Investitionen in den Vertrieb. Die Materialaufwandsquote blieb stabil. Insgesamt blieben die Gewinnmargen nahe dem historisch gesehen hohem Vorjahresniveau trotz der erst im Juni 2011 getätigten großen Akquisition. Synergien sollten die Margen in den kommenden Quartalen ansteigen lassen.
- Der Verlust aus dem Finanzergebnis weitete sich aus, aufgrund der mit dem wachsenden Geschäft einhergehenden höheren Projektvorfinanzierungen. Insgesamt konnte trotz einer erhöhten Anzahl von Aktien der Gewinn pro Aktie für die Eigenkapitalgeber der euromicron AG von €0,46 auf €0,50 gesteigert werden. Von der Hauptversammlung wurde eine Dividende von €1,15 bestätigt.
- Der operative Cashflow betrug €-8,3m nach €-9,9m im Vorjahresquartal. Der Mittelabfluss aus laufender Investitionstätigkeit belief sich auf €-2,2m nach €1,7m. Dem Anstieg liegen vor allem Investitionen in Produktneu- und Weiterentwicklungen zugrunde.
- Die euromicron AG erwartet auch in 2012 eine Steigerung bei den Auftragseingängen. Anzeichen entnimmt das Management dem erfolgreichen Auftritt an der CEBIT unter dem Motto „Next Generation Solutions“ sowie einer sich gut entwickelnden Vertriebspipeline.
- Der relative Bewertungsansatz des Peer-Modells, welchen wir mit 20% gewichten, ergibt ein Kursziel von €35,42. 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 €30,56. Entsprechend unserer Rating Klassifikation 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%

## Inhalt

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

## 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 wachstumsstarken 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 vorrangigen 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

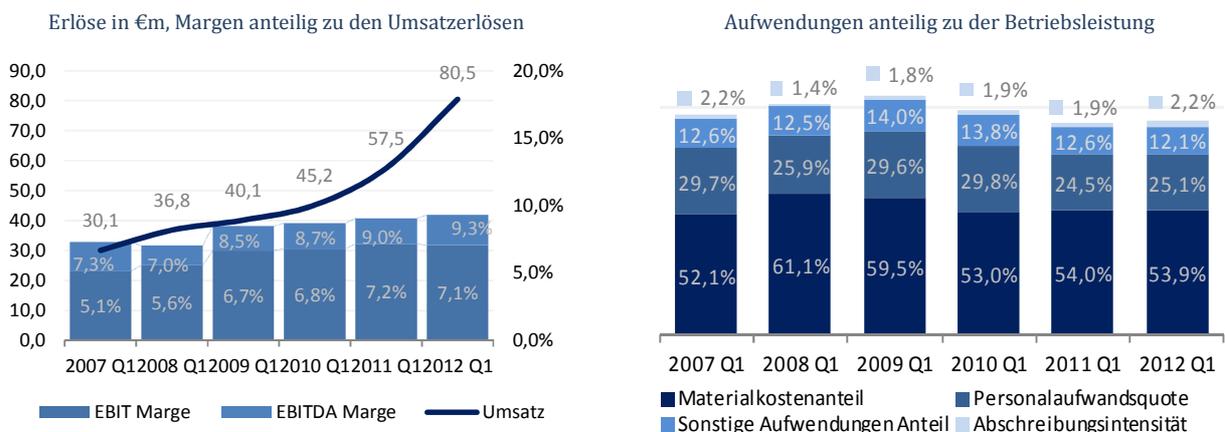
- **Die Falscheinschätzung technologischer Trends** zusammen mit einer Einführung einer der euromicron überlegenen Kerntechnologie würde für das Unternehmen den Verlust der Technologieführerschaft bedeuten. Dieses Risiko stufen wir aufgrund der breiten Aufstellung des Unternehmens, des intensiven Kundendialogs, 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

Der Auftragseingang stieg um 36% auf €87,5m, der Umsatz um 40% auf €80,5m. Damit offenbarte das erste Quartal des Jahres 2012 eine starke Performance. Verantwortlich zeigt sich neben dem starken organischen Wachstum, die Akquisition der telent GmbH Deutschland am 10. Juni 2011. Mit diesem Ergebnis sehen wir die euromicron AG auf dem besten Wege, unsere Umsatzerwartungen für das Jahr 2012 zu erfüllen. Traditionell liegen die Umsätze des ersten Quartal eines Jahres niedriger als die der nachfolgenden Quartale. Schon jetzt hat das Unternehmen über 23% unseres prognostizierten Jahresumsatzes 2012 verbucht. Zudem verfügt die euromicron AG mit einem Auftragsbestand von €134,4m (Vj.: €117,6m) über gut gefüllte Bücher. Unsere Umsatzerwartungen wollen wir gegenwärtig aufgrund des frühen Zeitpunktes im Jahr noch nicht anheben. Dies ist auch abhängig von der Entwicklung der telent. Hier deutet das Management an, dass man erst frühestens ein Jahr nach einer Akquisition die Nachhaltigkeit der Strukturen einschätzen kann, welche im Falle der telent in den letzten Quartalen im hohem Maße zum Erfolg des Konzerns beigetragen haben.

Der Auslandsumsatz fiel zeitpunktabhängig auf €8,5m von €10,0m im Vorjahresquartal. In Österreich wurde in den letzten Monaten des Jahres 2011 der Vertrieb gestärkt. Dies lässt positive Meldungen aus dieser Region in den kommenden Quartalen erwarten. Nach Aussagen des Managements verläuft das Geschäft international, auch in Italien weiterhin gut.

#### Konzern



Quelle: euromicron AG, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Die Personalaufwandsquote stieg aufgrund der erwähnten Akquisition und der Investitionen in den Vertrieb. Die Materialaufwandsquote blieb stabil. Insgesamt blieben die Gewinnmargen nahe dem historisch gesehen hohem Vorjahresniveau trotz der erst im Juni 2011 getätigten großen Akquisition. Da im ersten Quartal keine hohen Skaleneffekte zu erwarten waren und eine aktuelle Umsetzung eines Großauftrags mit außergewöhnlich hohen Margen uns nicht bekannt ist, deutet dies auf hohe Margen in den abgearbeiteten Projekten hin. Die weitere Zusammenführung des Unternehmens in der jetzigen Integrations- und Konsolidierungsphase sollten die Margen in den kommenden Quartalen ansteigen lassen. Die mit Abstand höchsten Margen verbucht das Unternehmen übrigens für gewöhnlich im vierten Quartal.

Der Verlust aus dem Finanzergebnis weitete sich aus, aufgrund der mit dem wachsenden Geschäft einhergehenden höheren Projektvorfinanzierungen. Insgesamt konnte trotz einer erhöhten Anzahl von

Aktien der Gewinn pro Aktie für die Eigenkapitalgeber der euromicron AG von €0,46 auf €0,50 gesteigert werden. Die Hauptversammlung bestätigte eine Dividende von €1,15.

Der operative Cashflow betrug €-8,3m nach €-9,9m imVorjahresquartal. Der Mittelabfluss aus laufender Investitionstätigkeit belief sich auf €-2,2m nach €1,7m. Dem Anstieg liegen vor allem Investitionen in Produktneu- und Weiterentwicklungen zugrunde.

- ◆ So hat die Tochtergesellschaft MICROSENS bei seinem Gigabit Ethernet Installationsswitch für faseroptische Übertragungssysteme in der FTTO-Inhouse-Vernetzung einen weiteren Meilenstein bezüglich der Performance und der Flexibilität des Einsatzes erlangt. Als einziger Hersteller weltweit entwickelte und zertifizierte man zudem ein Modelltyp des Switches für explosionsempfindliche Einsatzgebiete wie der Öl- und Gasförderung. Das Produkt erzeugt unter keinen Umständen Energiedichten, die entzündend auf ihre Umwelt wirken können. Der Hersteller und das Produkt sind entsprechend den EU ATEX-Produktreichtlinien zertifiziert.
- ◆ Die euromicron Tochter ELABO, Technologieführer bei der Entwicklung und Herstellung intelligenter Mess-und Prüftechnik für die Elektroindustrie und für Elektroberufe, zeigte auf der Hannover Messe ihre neusten innovativen Lösungen. Dabei waren ein vernetzter Arbeitstisch mit klugem Aufbau und flexibler Anbindung von Fremdgeräten, ein programmierbares Stromnetzversorgungsgerät mit Messfunktionen und die Software „Elution“. Die Software ist in verschiedenen Prüfsystembereichen einsetzbar und erlaubt ein abteilungsübergreifendes Arbeiten an Projekten und Produkten ohne weitere Programmierungsarbeit.
- ◆ Die Erweiterung ihres Produktportfolios im Bereich „euromicron care & tracking solutions“ hat die euromicron AG mit ihrem neuen Partner der Schweizer Tracker.ch AG erreicht. Der Partner entwickelt und vertreibt Internet-Ortungslösungen mittels GPS- und GPRS-Technologie womit sich auch Bewegungsprofile erstellen lassen. Die Einsatzmöglichkeiten sind vielfältig und gehen von dem Bereich des e-monitoring von pflegebedürftigen Menschen bis hin zum e-monitoring in der Logistik.

Die euromicron AG erwartet auch in 2012 eine Steigerung bei den Auftragseingängen. Anzeichen entnimmt das Management dem erfolgreichen Auftritt an der CEBIT unter dem Motto „Next Generation Solutions“ sowie aus einer positiven Entwicklung der Vertriebspipeline.

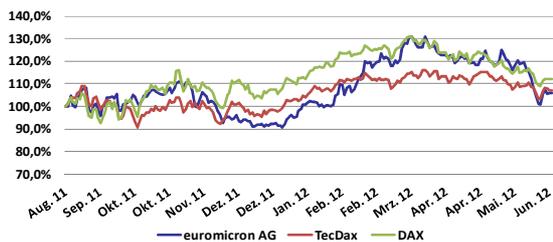
- ◆ Im Bereich FTTX konnte das Systemhaus euromicron systems mit der mr. net services, einem Unternehmen der mr. net group, einen Neukunden gewinnen. Die Unternehmensgruppe ist ein unabhängiger IP-Netz Infrastruktur Dienstleister und zählt unter anderem Kabelnetzbetreiber, Energieversorger und Kommunen zu seinem Kundenkreis. Der Auftrag ist exemplarisch für den Geschäftsbereich Breitband in entlegenen Gebieten. In einem Verbund stemmen mehrere Gemeinden von etwa 15000 Haushalten die Finanzierung der Investitionen in den Breitbandausbau in ihrer Region, unterstützt von Zuschüssen aus Bund und EU. Das Netz wird an die mr. net services verpachtet. Die euromicron systems übernimmt den Bau der 180 km langen Leerrohrnetze und der 60 Multifunktionsgehäuse, welche die Lichtwellenleiter an die Kabelverzweiger der Deutschen Telekom anbinden, sowie die Kupferverbindungen zu den Gebäuden. Zudem wurde euromicron systems mit der Erbringung von Serviceleistungen beauftragt.

Eine Breitbandverbindung wird durch eine steigende Anzahl komplexer Applikationen und Trends wie Cloud-Computing zunehmend eine Notwendigkeit für Unternehmen und Haushalte.

EU und Bundesregierung haben den flächendeckenden Ausbau als Zielsetzung ausgegeben. Glasfasertechnologie ist gegenwärtig konkurrenzlos die beste Technologie, um eine effiziente Breitbandverbindung zu gewährleisten. Besonders in entlegenen Gebieten und in sogenannten Endpunktnetzwerken steckt der Breitbandausbau nach Firmenaussagen noch in seinen Anfängen. Euromicron hat diese Trends frühzeitig erkannt und ist als führender Spezialist auf diesem Gebiet hervorragend positioniert.

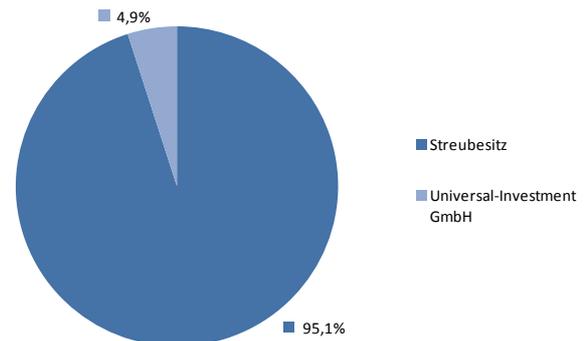
## 4 Aktie

### Aktienkursentwicklung



Quelle: ThomsonReutersKnowledge, Dr. Kalliwoda Research

### Aktionärsstruktur



Quelle: euromicron AG

Mit der Aufnahme in den TecDax und der damit verbundenen wachsenden Aufmerksamkeit unter Investoren und der erhöhten Liquidität steigert sich die Attraktivität eines Investments in die 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 bundesweiten 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 €35,42. 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 €30,56. Entsprechend unserer Rating Klassifikation empfehlen wir damit die Aktie zum Kauf.

## Finanzteil

### 5.1 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>

## 5.2 Bilanzen

## Bilanz

Zahlungsangaben in mio. €	Geschäftsjahr											
	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

## 5.3 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

## 6 Bewertung

### 6.1 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 Steueraufw and	<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

## 6.2 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.

## 6.3 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

## 6.4 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 Technik 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
Molex Inc	1,2	1,1	1,0	6,1	6,3	5,8	9	9	8	17,0	15,1	13,7	3%	3%	3%	2,0	1,8	1,7
<b>euromicron AG</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>5,8</b>	<b>5,0</b>	<b>4,5</b>	<b>7,6</b>	<b>6,4</b>	<b>5,7</b>	<b>6,7</b>	<b>5,5</b>	<b>4,9</b>	<b>6%</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</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	0,8	0,7	0,7	7,3	6,7	5,9	10,1	9,0	8,3	13,3	11,1	10,5	3%	4%	4%	1,4	1,2	1,3
<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 %	-41	-41	-37	-18	-45	-44	-21	-26	-56	-26	-30	-27	-108	-92	-67	5	21	19
<b>Valuation</b>																		
<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	6	6	6	6	6	6	6	6	6									
- Financial Debt	66	66	66	66	66	66	66	66	66									
- Pension Liabilities	1	1	1	1	1	1	1	1	1									
- Minority Interest	0	0	0	0	0	0	0	0	0									
- 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	288	285	264	189	311	306	198	215	406									
Number of Shares	7	7	7	7	7	7	7	7	7									
<b>Implied fair value per share</b>	<b>43,2</b>	<b>42,8</b>	<b>39,5</b>	<b>28,3</b>	<b>46,6</b>	<b>45,9</b>	<b>29,8</b>	<b>32,3</b>	<b>61,0</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>41,06</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>35,42 EUR</b>								
<b>Premium (Discount) to Peer Benchmark: 0 %</b>																		
<b>Fair Value per Share 35,42 EUR</b>																		

Source: ThomsonReutersKnowledge, Dr. Kalliwoda | Research 2012

## 7 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> <b>E-Mail:</b> <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



## 8 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.