

Empfehlung: **KAUFEN** (KAUFEN) Risiko: **MITTEL** (MITTEL) Kursziel: **EUR 23,00** (28,00)

5. März 2013

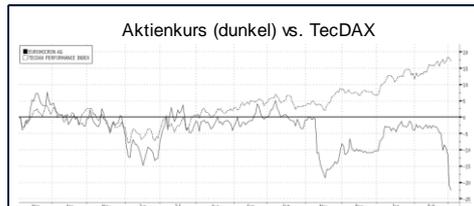
Umsatzziel in 2012 erreicht, Ergebnis unter den Erwartungen

Überzogene Marktreaktion auf Dividendenkürzung

- euromicron hat vorläufige Zahlen zum GJ 2012 gemeldet. Auf Basis dieser untestieren Zahlen erreichte der Konzern einen Umsatz von rund 330 Mio. EUR und somit den unteren Rand von euromicron's Guidance (330 - 345 Mio. EUR) sowie nahezu unsere Schätzung in Höhe von 332 Mio. EUR.
- Das Ergebnis blieb in 2012 hinter den Erwartungen zurück. Nachdem bereits Q3 2012 von einem ungewöhnlich starken Auftragsrückgang im Telekommunikationssektor belastet worden war (seit Juli ausstehende Entscheidungen der Behörden zum Thema „Vectoring“, Genehmigungsstau beim Ausbau neuer LTE-Basisstationen), hat sich diese Problematik in Q4 wohl noch verschärft. Nach Abzug von rund 4,5 Mio. EUR Aufwendungen für Restrukturierungsmaßnahmen sowie Abschreibungen auf stille Reserven aus Kaufpreisalokationen ergab sich ein EBIT in Höhe von 17,0 - 17,5 Mio. EUR (Schätzung CBSR: 22,4 Mio. EUR; Vj.: 24,2 Mio. EUR).
- Angesichts des soliden Auftragsbestand von 130 Mio. EUR sehen wir das Unternehmen operativ weiter auf Kurs. Aufgrund der fortgesetzten Ungewissheit hinsichtlich des Zeitpunkts weiterer Auftragserteilungen für den Ausbau des Hochgeschwindigkeitsnetzes der Telekom sowie neuer Annahmen hinsichtlich des nötigen Integrations-/Restrukturierungsaufwands senken wir unsere Ergebnisschätzungen für 2013e und 2014e. Das Management plant, ab Q2 2013 den margenstarken Herstellerbereich des Konzerns aktiv durch Zukäufe zu stärken. Dies haben wir jedoch noch nicht in unseren Schätzungen berücksichtigt. Nach Abschluss der Integrationsphase 2012-2013 erwarten wir, dass in 2014e die EBIT-Marge gegenüber 2013e wieder deutlich zulegen sollte.
- Für 2012 und 2013 wurde ein Dividendenvorschlag von 0,20 – 0,40 EUR je Aktie in Aussicht gestellt (2011: 1,15 EUR). Dies war vermutlich ein Hauptgrund für den starken Kurseinbruch der letzten Tage. Wir gehen davon aus, dass euromicron in den Folgejahren die Ausschüttungsquote wieder in Richtung 50% heben wird, und wie in den letzten Jahren den Spagat zwischen Wachstums- und Dividententitel wieder bewältigen kann. Bei einem Kursziel von 23,00 EUR (alt: 28,00 EUR) empfehlen wir, das stark gesunkene Kursniveau wieder zum Einstieg zu nutzen.

GJ 31.12., Mio. EUR	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatzerlöse	179.6	203.6	305.3	330.0	355.0	372.8
EBITDA	19.9	24.7	30.8	25.0	31.4	36.7
EBIT	16.4	20.1	24.2	17.0	22.4	27.6
Nettoergebnis	9.8	11.5	12.2	8.6	11.9	16.7
Gewinn je Aktie	2.17	2.38	2.33	1.29	1.78	2.50
Dividende je Aktie	1.00	1.10	1.15	0.25	0.35	0.50
EBITDA-Marge	11.4%	12.0%	10.3%	7.6%	8.8%	9.8%
EBIT-Marge	9.4%	9.8%	8.1%	5.1%	6.3%	7.4%
EV*/EBIT	12.2	9.9	8.3	11.8	8.9	7.2
KGV	7.2	6.6	6.7	12.2	8.8	6.3

*EV inkl. Pensionsverpflichtungen und geschätztem Marktwert d. Minderheitsanteile
Quelle: CBS Research AG, euromicron AG



Quelle: CBS Research AG; Bloomberg; euromicron AG

Veränd.	2012e		2013e		2014e	
	neu	alt	neu	alt	neu	alt
Umsatz	330.0	332.0	-	355.0	-	372.8
EBITDA	25.0	30.7	31.4	35.7	36.7	38.9
GjA	1.29	1.86	1.78	2.29	2.50	2.58

Internet: www.euromicron.de Sektor: Technologie
WKN: A1K030 ISIN: DE000A1K0300
Reuters: EUCG.DE Bloomberg: EUCA YG

Aktienstatistik:

Aktienkurs (letzter Schlusskurs, EUR):	15.70
Anzahl Aktien (Mio.):	6.7
Marktkapitalisierung (EUR Mio.):	104.6
Unternehmenswert (EUR Mio.):*	200.1
Ø tägliches Handelsvolumen (6 Mo., Stk.)	27,916

*inkl. Pensionsverpfl. + geschätztem Marktwert der Minderheitsanteile

Unternehmensprofil:

Die euromicron AG ist ein Komplett-Lösungsanbieter für Kommunikations-, Übertragungs-, Daten- und Sicherheitsnetzwerke, der auch auf seine Kompetenz als Entwickler und Hersteller von Glasfaserkomponenten zurückgreifen kann. Die Netzwerk-Infrastrukturen von euromicron integrieren Sprach-, Bild- und Datenübertragungen drahtlos, über Kupferkabel und mittels Glasfasertechnologien. Auf diesen Netzwerkinfrastrukturen baut die euromicron Applikationen wie Sicherheits-, Kontroll-, Healthcare- oder Überwachungssysteme auf.

Performance-Daten:

52 Wochen Hoch (EUR):	23.50
52 Wochen Tief (EUR):	15.30
Absolute Performance (12 Monate):	-4.7%
Relative Performance vs. TecDAX:	
1 Monat	-23.2%
3 Monate	-19.9%
6 Monate	-30.3%
12 Monate	-37.3%

Aktionärsstruktur:

Universal Investment	4.92%
Sonstige Aktionäre	95.08%

Finanzkalender:

Geschäftsbericht 2012:	28. März 2013
Q1-Bericht 2013:	8. Mai 2013

Autor:

Martin Decot (Analyst)

Close Brothers Seydler Research AG
Telefon: +49 (0) 69-977 84 56 0
E-Mail: research@cbseydlerresearch.ag

www.cbseydlerresearch.ag

GJ 2012: Vorläufige Zahlen

euromicron hat vorläufige Zahlen zum GJ 2012 gemeldet. Auf Basis dieser untestierten Zahlen erreichte der Konzern einen **Umsatz von rund 330 Mio. EUR und somit den unteren Rand von euromicron's Guidance** (330 - 345 Mio. EUR) sowie nahezu unsere Schätzung in Höhe von 332 Mio. EUR.

Das **Ergebnis blieb in 2012 jedoch hinter den Erwartungen zurück**. Nachdem bereits Q3 2012 von einem ungewöhnlich starken Auftragsrückgang im Telekommunikationssektor belastet worden war (seit Juli ausstehende Entscheidungen der Behörden zum Thema „Vectoring“, Genehmigungsstau beim Ausbau neuer LTE-Basisstationen), hat sich diese Problematik in Q4 wohl noch verschärft. Das **EBITDA betrug 24,5 - 25,5 Mio. EUR** (Schätzung CBSR: 30,7 Mio. EUR; Vj.: 30,8 Mio. EUR). Die stark angestiegenen, jedoch nicht liquiditätswirksamen Abschreibungen aus Kaufpreisallokationen (auf aktivierte Auftragsbestände, Kundenstämme etc.) verzerren das Ergebnis mittlerweile sehr erheblich. Das EBITDA rückt als Ergebnisgröße daher stärker in den Fokus.

Das EBIT vor Einmalaufwendungen und Abschreibungen auf stille Reserven aus Kaufpreisallokationen erreichte rund 21,5 - 22,5 Mio. EUR Mio. EUR. Nach Abzug von rund 4,5 Mio. EUR Aufwendungen für Restrukturierungsmaßnahmen sowie Abschreibungen auf stille Reserven aus Kaufpreisallokationen ergab sich ein **EBIT in Höhe von 17,0 - 17,5 Mio. EUR** (Schätzung CBSR: 22,4 Mio. EUR; Vj.: 24,2 Mio. EUR). Im Q3-Bericht hatte der Vorstand angesichts einer Eintrübung des Investitionsklimas in Q3 bereits die ursprüngliche Ergebnis-Guidance für das GJ 2012 (8 - 11% EBIT-Marge) ersetzt durch die Erwartung, ein operatives Ergebnis unter Berücksichtigung der Integrationskosten in etwa auf dem Vorjahresniveau (24,2 Mio. EUR) erzielen zu können.

Anpassung der Finanzschätzungen

Der **Auftragsbestand** lag zum Jahresende bei **130 Mio. EUR**. Dies kann man durchaus als **solide** bezeichnen. Gegenüber dem Stand Ende 2011 ergibt sich zwar nur eine Erhöhung um rund 2%. Im Vorjahreswert war allerdings der Auftragsbestand der in 2011 nur sieben Monate konsolidierten telent GmbH bereits enthalten, so dass auch der Auftragsbestand im Verhältnis zum Umsatz des jeweiligen abgelaufenen Jahres als Maß für die Auftragsreichweite im Jahresvergleich nicht sinnvoll ist.

Aufgrund der fortgesetzten Ungewissheit hinsichtlich des Zeitpunkts weiterer Auftragserteilungen für den Ausbau des Hochgeschwindigkeitsnetzes der Telekom (ein Geschäft mit sehr guten Margen für euromicron) sowie neuer Annahmen hinsichtlich des nötigen Integrations-/Restrukturierungsaufwands, **senken wir unsere Ergebnisschätzungen für 2013e und 2014e** wie in der Tabelle auf S. 3 dargestellt. Das Management plant, ab Q2 2013 den margenstarken Herstellerbereich des Konzerns aktiv durch Zukäufe zu stärken, um den **Herstelleranteil am Umsatz wieder auf rund ein Drittel zu erhöhen**, nachdem dieser durch die telent-Übernahme in der Relation erheblich gesunken ist. Dies haben wir jedoch noch nicht in unseren Schätzungen berücksichtigt. Nach Abschluss der Integrationsphase 2012-2013 erwarten wir, dass in **2014e** nur noch geringfügige „Ausläufer“ dieser Phase das Ergebnis belasten werden, so dass die **EBIT-Marge gegenüber 2013e wieder deutlich zulegen sollte**.

**Guidance für 2012
beim Umsatz erreicht**

**Ergebnis belastet von
Integrationsaufwand /
PPA-Abschreibungen**

**Auftragsbestand
untermauert die
operative Stärke**

**Ergebnisschätzungen
für 2013 und 2014
reduziert**

Änderungen der Schätzungen von CBS Research

in Mio. EUR (außer GjA)	2012e		2013e		2014e	
	neu	alt	neu	alt	neu	alt
Umsatz	330.0	332.0	-	355.0	-	372.8
Gesamtleistung	331.5	333.5	-	356.5	-	374.3
EBITDA	25.0	30.7	31.4	35.7	36.7	38.9
EBIT	17.0	22.4	22.4	27.3	27.6	30.1
Nettoergebnis nach Minderh.	8.6	12.4	11.9	15.2	16.7	17.2
Gewinn je Aktie (EUR)	1.29	1.86	1.78	2.29	2.50	2.58

Source: CBS Research AG

Die **hohen Aufwendungen für Integrations-/Restrukturierungsmaßnahmen** sind vor dem Hintergrund zu betrachten, dass die Übernahme der telent GmbH im Rahmen der strategischen Unternehmensentwicklung zwei Jahre früher als ursprünglich geplant erfolgte, so dass – abgesehen von der Finanzierungsseite – die nötigen Strukturen (Managementkapazitäten, IT-Umgebung usw.) für die jetzige Konzerngröße erst noch aufgebaut werden mussten bzw. in 2013 noch weiter aufgebaut werden. **Vor dem Hintergrund dieses Kraftaktes ist die Profitabilität des Konzerns in 2012 durchaus als noch zufriedenstellend zu bezeichnen.**

Nachdem zum Q3-Bericht gemeldet worden war, dass die Dividende für 2012 beim bisherigen Wert von 1,15 Euro bleiben oder darunter liegen dürfte, wurde nun für die beiden Strukturierungs- und Integrationsjahre **2012 und 2013** ein **Dividendenvorschlag von 0,20 – 0,40 EUR** je Aktie in Aussicht gestellt. Dies ist ein weitaus drastischerer Einschnitt als erwartet, und war **vermutlich ein Hauptgrund für den starken Kurseinbruch** nach der Meldung der vorläufigen Zahlen. Obwohl der Sinn von gleichzeitigen Kapitalmaßnahmen und hohen Ausschüttungen in Frage zu stellen ist, hat auch im Falle von euromicron die Dividendenkontinuität offenbar für Privatanleger einen hohen Stellenwert. **Wir gehen davon aus, dass euromicron in den Folgejahren die Ausschüttungsquote wieder in Richtung 50% heben wird.**

Profitabilität ist zufriedenstellend angesichts der großen Integrationsanstrengung

Dividende gekappt

Gewinn- und Verlustrechnung

	IFRS	Mio. EUR	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatzerlöse			179.6	203.6	305.3	330.0	355.0	372.8
Veränderung zum Vorjahr in %			9.1%	13.4%	49.9%	8.1%	7.6%	5.0%
Bestandsveränderungen			-6.9	1.2	-7.4	0.0	0.0	0.0
Aktivierete Eigenleistungen			1.7	1.5	1.9	1.5	1.5	1.5
Gesamtleistung			174.4	206.4	299.8	331.5	356.5	374.3
Materialaufwand			-86.0	-107.3	-159.6	-178.0	-191.1	-199.1
in % der Gesamtleistung			-49.3%	-52.0%	-53.2%	-53.7%	-53.6%	-53.2%
Rohertrag			88.5	99.1	140.2	153.5	165.4	175.1
in % der Gesamtleistung			50.7%	48.0%	46.8%	46.3%	46.4%	46.8%
Personalaufwand			-48.1	-54.2	-76.9	-88.8	-92.7	-95.8
in % der Gesamtleistung			-27.6%	-26.3%	-25.6%	-26.8%	-26.0%	-25.6%
Sonstige betriebliche Erträge			2.1	4.5	2.7	2.2	2.2	2.2
in % der Gesamtleistung			1.2%	2.2%	0.9%	0.7%	0.6%	0.6%
Sonstige betriebliche Aufwendungen			-22.6	-24.6	-35.3	-41.9	-43.6	-44.9
in % der Gesamtleistung			-12.9%	-11.9%	-11.8%	-12.6%	-12.2%	-12.0%
EBITDA			19.9	24.7	30.8	25.0	31.4	36.7
in % der Gesamtleistung			11.4%	12.0%	10.3%	7.6%	8.8%	9.8%
Abschreibungen auf immat. AV und Sachanlagen			-3.5	-4.6	-6.6	-8.0	-9.0	-9.1
in % der Gesamtleistung			-2.0%	-2.2%	-2.2%	-2.4%	-2.5%	-2.4%
EBIT			16.4	20.1	24.2	17.0	22.4	27.6
in % der Gesamtleistung			9.4%	9.8%	8.1%	5.1%	6.3%	7.4%
Finanzergebnis (netto)			-3.0	-2.9	-6.4	-4.1	-4.6	-2.6
EBT (Gewinn vor EE-Steuern)			13.4	17.2	17.9	12.9	17.8	24.9
in % der Gesamtleistung			7.7%	8.3%	6.0%	3.9%	5.0%	6.7%
EE-Steuern			-3.1	-5.1	-5.0	-3.9	-5.3	-7.5
in % EBT			-23.4%	-29.5%	-27.7%	-30.0%	-30.0%	-30.0%
Nettoergebnis vor Minderheitsanteilen			10.3	12.1	12.9	9.0	12.5	17.5
in % der Gesamtleistung			5.9%	5.9%	4.3%	2.7%	3.5%	4.7%
Minderheitenanteile			0.5	0.7	0.7	0.4	0.6	0.8
Nettoergebnis			9.8	11.5	12.2	8.6	11.9	16.7
Anzahl der Aktien (in Mio. St.), unverwässert			4.5	4.8	5.2	6.7	6.7	6.7
Ergebnis je Aktie in Euro, unverwässert			2.17	2.38	2.33	1.29	1.78	2.50

Quelle: CBS Research AG, euromicron AG

Bilanz

	IFRS	Mio. EUR	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Aktiva								
Langfristige Aktiva			103.9	109.6	139.0	139.7	137.8	135.5
in % der Bilanzsumme			57.3%	55.9%	52.3%	51.0%	48.6%	46.7%
Immaterielle Vermögensgegenstände ohne Goodwill			13.5	14.8	18.3	18.3	16.6	14.0
Goodwill			76.6	81.9	104.2	104.2	104.2	104.2
Sachanlagevermögen			10.9	11.6	15.1	16.0	15.7	15.9
Finanzanlagen			1.1	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
Übrige lfr. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände			0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4
Latente Steuern			1.6	0.4	0.5	0.2	0.3	0.3
Kurzfristige Aktiva			77.5	86.6	126.8	134.1	145.6	154.9
in % der Bilanzsumme			42.7%	44.1%	47.7%	49.0%	51.4%	53.3%
Vorräte			13.2	17.2	25.1	27.8	29.9	31.4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen			50.0	54.7	88.1	94.0	100.2	105.2
Vermögensgegenstände			5.6	6.1	6.3	5.0	5.0	5.2
Liquide Mittel			8.6	8.6	7.3	7.2	10.5	13.1
Summe Aktiva			181.4	196.2	265.7	273.8	283.4	290.5
Passiva								
Eigenkapital			71.4	89.3	120.2	121.5	132.3	147.5
in % der Bilanzsumme			39.4%	45.5%	45.2%	44.4%	46.7%	50.8%
Gezeichnetes Kapital			11.9	13.1	17.0	17.0	17.0	17.0
Eigene Anteile zu Anschaffungskosten			-2.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Kapitalrücklage			61.8	68.5	88.8	88.8	88.8	88.8
Unterschiedsbetrag aus der Markt-bewertung von Wertpapieren			-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
Bilanzgewinn			0.7	7.6	14.2	15.1	25.3	39.6
Minderheitenanteile			0.3	0.4	0.5	0.9	1.5	2.3
Langfristige Passiva			28.8	25.5	46.1	55.2	52.9	50.7
in % der Bilanzsumme			15.9%	13.0%	17.3%	20.1%	18.7%	17.5%
Rückstellungen			1.5	0.8	1.2	1.4	1.6	1.7
Finanzverbindlichkeiten inkl. Finanzierungsleasing			8.7	5.2	26.1	37.5	37.6	37.7
Finanzielle Verbindlichkeiten inkl. Industriedarlehen			10.0	10.8	10.8	8.3	5.8	3.3
Sonstige Verbindlichkeiten			3.0	2.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Latente Steuern			5.6	6.6	7.9	8.0	8.0	8.0
Kurzfristige Passiva			81.2	81.5	99.5	97.1	98.2	92.3
in % der Bilanzsumme			44.8%	41.5%	37.4%	35.5%	34.6%	31.8%
Rückstellungen			0.3	0.1	1.2	1.3	1.4	1.5
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen			20.5	22.4	31.6	31.7	31.9	32.7
Finanzverbindlichkeiten inkl. Finanzierungsleasing			50.0	45.5	30.1	33.5	33.5	25.2
Sonstige kfr. Verbindlichkeiten			10.3	13.6	36.6	30.6	31.3	32.9
Summe Passiva			181.4	196.2	265.7	273.8	283.4	290.5

Quelle: CBS Research AG, euromicron AG

Kapitalflussrechnung

IFRS	Mio.EUR	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern		16.4	20.1	24.2	17.0	22.4	27.6
Abschreibungen auf das Anlagevermögens		3.5	4.6	6.6	8.0	9.0	9.1
Veränderung der Rückstellungen		-4.6	-1.0	1.1	0.3	0.3	0.2
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen		0.0	1.2	-0.9	0.0	0.0	0.0
Zunahme/Abnahme der Vorräte, der Forderungen und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie anderer Aktiva und Passiva		5.8	-10.9	-25.4	-13.0	-6.5	-6.9
Gezahlte/erhaltene Steuern		-4.5	-2.9	-1.7	-5.7	-3.5	-4.2
Gezahlte und erhaltene Zinsen		-2.4	-2.7	-3.5	-4.1	-4.6	-2.6
Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit		14.2	8.5	0.5	2.5	17.0	23.1
Netto-Investitionen in das immaterielle Anlagevermögen und das Sachanlagevermögen		-5.9	-4.5	-8.0	-6.8	-6.6	-6.7
Netto-Investitionen für den Erwerb von konsolidierten Unternehmen		-3.0	-1.3	-12.4	-2.0	-0.5	0.0
Netto-Investitionen in das Finanzanlagevermögen		-0.9	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Cashflow aus Investitionstätigkeit		-9.9	-6.0	-20.4	-8.8	-7.1	-6.7
Netto-Einzahlungen aus Eigenkapitalzuführungen		0.0	7.5	24.2	0.0	0.0	0.0
Dividendenauszahlungen		-4.5	-4.5	-5.6	-7.7	-1.7	-2.3
Ein- und Auszahlungen aus der Aufnahme bzw. Tilgung von (Finanz-)Krediten		-0.8	-8.3	0.7	14.7	-4.3	-10.8
Ausschüttungen an/ Entnahmen von Minderheitsgesellschaftern		-0.6	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7	-0.7
Eigene Anteile		0.0	3.3	0.0	0.0	0.0	0.0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit		-5.9	-2.6	18.7	6.3	-6.7	-13.8
Veränderung des Finanzmittelbestandes		-1.5	-0.1	-1.3	-0.1	3.2	2.6
Finanzmittelbestand zu Beginn der Periode		10.2	8.6	8.6	7.3	7.2	10.5
Finanzmittelbestand zum Ende der Periode		8.6	8.6	7.3	7.2	10.5	13.1

Quelle: CBS Research AG, euromicron AG

Discounted Cash Flow-Modell

Mio. EUR	PHASE 1			PHASE 2						PHASE 3	
	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	∞
Gesamtleistung	356.5	374.3	385.4	395.0	403.4	411.4	419.7	428.1	436.6	445.4	
Jährl. Wachstum	7.5%	5.0%	3.0%	2.5%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	
EBIT	22.4	27.6	28.9	29.6	30.3	30.9	31.5	31.7	31.9	32.1	
EBIT-Marge	6.3%	7.4%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.4%	7.3%	7.2%	
Einkommensteuern auf EBIT	-6.7	-8.3	-8.7	-8.9	-9.1	-9.3	-9.4	-9.5	-9.6	-9.6	
Abschreibungen	9.0	9.1	9.1	8.2	7.2	7.0	6.7	6.5	6.5	6.6	
Veränderungen der lfr. Rückstellungen	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	
Veränderung des Nettoumlaufvermögens	-6.4	-6.8	-4.5	-3.7	-3.3	-3.1	-3.2	-3.3	-3.3	-3.4	
Investitionen in das Anlagevermögen	-7.1	-6.7	-6.3	-6.4	-6.2	-6.3	-6.5	-6.6	-6.7	-6.6	
Free Cash Flow	11.3	15.0	18.7	18.9	19.1	19.3	19.2	19.0	19.0	19.2	
Barwerte	10.5	12.9	14.8	13.7	12.7	11.8	10.8	9.9	9.1	8.4	135.6
Barwert Phase 1	38.2										
Barwert Phase 2	76.6										
Barwert Phase 3	135.6										
Barwert total	250.3										
+ Liquide Mittel und Wertpapiere	8.4										
- Finanzschulden	-100.2										
- Pensionsverpflichtungen	-0.8										
- Marktwert der Minderheitenanteile	-2.8										
Fairer Wert des Eigenkapitals	155.0										
Anzahl ausstehende Aktien (Mio.)	6.7										
Fairer Wert je Aktie (EUR)	23.26										

Risikofreie Rendite	3.5%	Ziel-Eigenkapitalquote	65.0%
Risikoprämie EK	6.0%	Beta	1.20
Risikoprämie FK	2.2%	WACC	8.35%
Tax shield (Phase 3)	30.0%	Wachstum Phase 3	2.0%

Sensitivitätsanalyse						
Wachstum in Phase 3						
	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	
WACC	7.4%	26.03	28.04	30.44	33.33	36.88
	7.9%	22.97	24.61	26.55	28.84	31.60
	8.4%	20.32	21.68	23.26	25.11	27.30
	8.9%	18.01	19.15	20.45	21.96	23.72
	9.4%	15.97	16.93	18.02	19.26	20.71

Quelle: CBS Research AG

Research



Schillerstrasse 27 - 29
60313 Frankfurt am Main

Phone: +49 (0)69 – 977 8456-0

Roger Peeters Member of the Board	+49 (0)69 -977 8456- 12 Roger.Peeters@cbseydlerresearch.ag		
Martin Decot (Equities)	+49 (0)69 -977 8456- 13 Martin.Decot@cbseydlerresearch.ag	Igor Kim (Equities)	+49 (0)69 -977 8456- 15 Igor.Kim@cbseydlerresearch.ag
Anna von Klopmann (Equities/Fixed Income)	+49 (0)69 -977 8456- 10 Anna.Klopmann@cbseydlerresearch.ag	Gennadij Kremer (Fixed Income)	+49 (0)69 – 977 8456- 23 Gennadij.Kremer@cbseydlerresearch.ag
Daniel Kukalj (Equities)	+49 (0)69 – 977 8456- 21 Daniel.Kukalj@cbseydlerresearch.ag	Ralf Marinoni (Equities)	+49 (0)69 -977 8456- 17 Ralf.Marinoni@cbseydlerresearch.ag
Manuel Martin (Equities)	+49 (0)69 -977 8456- 16 Manuel.Martin@cbseydlerresearch.ag	Felix Parmantier (Equities)	+49 (0)69 -977 8456- 22 Felix.Parmantier@cbseydlerresearch.ag
Nicolas Pütz (Support)	+49 (0)69 -977 8456- 24 Nicolas.Puetz@cbseydlerresearch.ag	Marcus Silbe (Equities)	+49 (0)69 -977 8456- 14 Marcus.Silbe@cbseydlerresearch.ag
Simone Steymann (Support)	+49 (0)69 -977 8456- 25 Simone.Steymann@cbseydlerresearch.ag	Veysel Taze (Equities)	+49 (0)69 -977 8456- 18 Veysel.Taze@cbseydlerresearch.ag
Ivo Višić (Equities)	+49 (0)69 -977 8456- 19 Ivo.Visic@cbseydlerresearch.ag		

Institutional Sales



Schillerstrasse 27 – 29
60313 Frankfurt am Main

Phone: +49 (0)69 – 9 20 54-400

Raimar Bock Head of Sales	+49 (0)69 -9 20 54-115 Raimar.Bock@cbseydler.com		
Rüdiger Eich (Germany, Switzerland)	+49 (0)69 -9 20 54-119 Ruediger.Eich@cbseydler.com	Sule Erkan (Sales-Support)	+49 (0)69 -9 20 54-107 Sule.Erkan@cbseydler.com
Dr. James Jackson (UK)	+49 (0)69 -9 20 54-113 James.Jackson@cbseydler.com	Klaus Korzilius (Benelux, Germany)	+49 (0)69 -9 20 54-114 Klaus.Korzilius@cbseydler.com
Stefan Krewinkel (Execution, UK)	+49 (0)69 -9 20 54-118 Stefan.Krewinkel@cbseydler.com	Markus Laifle (Execution)	+49 (0)69 -9 20 54-120 Markus.Laifle@cbseydler.com
Michael Laufenberg (Germany)	+49 (0)69 -9 20 54-112 Michael.Laufenberg@cbseydler.com	Bruno de Lencquesaing (Benelux, France)	+49 (0)69 -9 20 54-116 Bruno.deLencquesaing@cbseydler.com
Angela Leser (Fixed Income)	+49 (0)69 -9 20 54-111 Angela.Leser@cbseydler.com	Carsten Pfersdorf (Sales Trading)	+49 (0)69 -9 20 54-168 Carsten.Pfersdorf@cbseydler.com
Carsten Schlegel (Sales Trading)	+49 (0)69 -9 20 54-137 Carsten.Schlegel@cbseydler.com	Christopher Seedorf (Sales-Support)	+49 (0)69 -9 20 54-110 Christopher.Seedorf@cbseydler.com
Janine Theobald (Austria, Germany)	+49 (0)69 -9 20 54-106 Janine.Theobald@cbseydler.com	Bas-Jan Walhof (Benelux)	+49 (0)69 -9 20 54-105 Bas-Jan.Walhof@cbseydler.com

Haftungserklärung (Disclaimer) und Angaben gemäß § 34b Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) sowie entsprechend den Bestimmungen der Finanzanalyseverordnung (FinAnV)

Diese Studie wurde unabhängig von der analysierten Gesellschaft von Close Brothers Seydler Research AG und/oder Kooperationspartnern sowie dem/den auf der Titelseite genannten Analysten (nachstehend einzeln oder gemeinsam als „Verfasser“ bezeichnet) verfasst. Weder Close Brothers Seydler Research AG, noch Close Brothers Seydler Bank AG oder Kooperationspartner, die Gesellschaft oder ihre Gesellschafter haben die in dieser Studie enthaltenen Informationen unabhängig geprüft.

§ 34b WpHG setzt gemeinsam mit den Bestimmungen der FinAnV eine Sicherheitsanalyse voraus, die mögliche Interessenskonflikte mit der Gesellschaft, die Gegenstand der Finanzanalyse ist, aufzeigt.

Close Brothers Seydler Research AG ist eine Tochtergesellschaft im Mehrheitsbesitz von Close Brothers Seydler Bank AG (nachstehend „CBS“). Close Brothers Seydler Research AG fertigt sein Research und seine Analysen jedoch unabhängig von CBS an. CBS bietet ein umfangreiches Serviceangebot an, das über Investment Banking und Liquiditätsbeschaffung (Designated Sponsoring) hinausgeht. CBS kann mit der analysierten Gesellschaft die folgenden Beziehungen haben (weitere Informationen und Angaben können auf Anfrage zur Verfügung gestellt werden):

- a. CBS hält eine Beteiligung von mehr als 5% am Grundkapital der analysierten Gesellschaft.
- b. CBS war an der Führung eines Konsortiums (Lead oder Co-Lead) beteiligt, welches als Selling Agent für die Emission von Finanzinstrumenten fungierte, die selbst oder deren Emittent innerhalb der letzten 12 Monate Gegenstand dieser Studie sind.
- c. CBS hat innerhalb der letzten 12 Monate Investment Banking- oder Beratungsleistungen für das analysierte Unternehmen erbracht, für die eine Vergütung zu entrichten war oder getätigt wurde.
- d. CBS fungiert als Designated Sponsor für die Wertpapiere der Gesellschaft, geregelt durch einen bestehenden Designated Sponsorship Vertrag. Diese Dienstleistung enthält auch das Stellen von Geld und Briefkursen. Auf Grundlage des Designated Sponsoring Vertrages kann CBS regelmäßig Anteile an der Gesellschaft halten und eine Vergütung oder Honorar für seine Dienstleistungen vereinnahmen.
- e. Der Designated Sponsoring Vertrag beinhaltet ein vertraglich vereinbartes Honorar für Research-Dienstleistungen.
- f. Das Unternehmen, das Gegenstand der Analyse ist, hat sich mit CBSR auf einen Research-Dienstleistungsvertrag geeinigt. CBSR erhält im Gegenzug eine Kompensation.
- g. CBS hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen.

Folgende Interessenskonflikte waren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Studie gegeben: d, f

CBS und/oder seine Mitarbeiter oder Kunden dürfen hinsichtlich der in dieser Finanzanalyse angegebenen Wertpapiere oder entsprechenden Finanzinstrumenten Positionen eingehen sowie Käufe und/oder Verkäufe als Auftraggeber oder Vermittler durchführen. CBS ist es gestattet, für das analysierte Unternehmen Investment Banking-, Beratungs- und/oder andere Dienstleistungen zu erbringen und/oder führende Positionen bei den analysierten Gesellschaften einzunehmen. Die Vergütung des Verfassers steht in keinem direkten oder indirekten Zusammenhang mit den in dieser Studie vertretenen Empfehlungen oder Meinungen.

Bewertungssystem:

Close Brothers Seydler Research AG verwendet ein Rating System für die Bewertung von Aktien, das drei Bewertungsstufen beinhaltet. Die Ratings beziehen sich auf einen Investitionszeitraum von bis zu 12 Monaten:

KAUFEN: Wir erwarten eine absolute Performance des Aktienkurses von mindestens +10%.

HALTEN: Wir erwarten eine absolute Performance des Aktienkurses zwischen 0% und +10%.

VERKAUFEN: Wir erwarten eine absolute Performance des Aktienkurses von unter 0%.

Bewertungshistorie der vergangenen 12 Monate für die in dieser Studie analysierte Gesellschaft:

Datum	Rating	Aktienkurs zum Zeitpunkt der Analyse	Kursziel
05. März 2013	KAUFEN	EUR 15,70	EUR 23,00
09. November 2012	KAUFEN	EUR 20,13	EUR 28,00
10. August 2012	KAUFEN	EUR 19,95	EUR 30,50

11. Mai 2012	KAUFEN	EUR 21,01	EUR 30,50
29. März 2012	KAUFEN	EUR 22,16	EUR 29,00
19. März 2012	KAUFEN	EUR 22,90	EUR 30,00

Risikokalierung:

Close Brothers Seydler Research AG verwendet ein Rating System für die Bewertung von Risiken, das drei Bewertungsstufen beinhaltet. Die Ratings beziehen sich auf einen Investitionszeitraum von bis zu 12 Monaten:

GERING: Volatilität wird niedriger als beim Vergleichsindex erwartet

MITTEL: Volatilität wird konform zum Vergleichsindex erwartet

HOCH: Volatilität wird höher als beim Vergleichsindex erwartet

Die folgenden Bewertungsmethoden werden zur Bewertung von Unternehmen herangezogen: Multiplikatorenmodelle (KGV, Kurs/Cash Flow, Kurs/Buchwert, Unternehmenswert (EV)/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Liquidationswertansätze oder Bewertungsverfahren von Vermögenswerten. Die Bewertungsmodelle werden von makroökonomischen Größen wie Zinsen, Wechselkursen, Rohstoffpreisen und Konjunkturschätzungen beeinflusst. Zudem beeinflussen auch Marktstimmungen die Bewertung von Unternehmen. Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, der Kapitalflussrechnung und Bilanz sind stichtagsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit mit vorheriger Ankündigung ändern.

Die in dieser Studie enthaltenen Meinungen und Prognosen stammen ausschließlich von dem Verfasser der Studie. Die für die Erstellung der Studie herangezogenen wesentlichen Informationsquellen sind Veröffentlichungen in nationalen und internationalen Medien wie Informationsdiensten (u.a. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX), Fachpresse (u.a. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times), Fachpublikationen, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten. Zudem fanden im Vorfeld der Unternehmensstudie Gespräche mit der Geschäftsleitung statt. Teile der Studie wurden dem Emittenten möglicherweise vor der Veröffentlichung ausgehändigt. Danach wurden keine wesentlichen Änderungen mehr vorgenommen. Die in dieser Studie enthaltenen Informationen basieren auf Daten, die für zuverlässig gehalten werden. Der Verfasser kann jedoch die Richtigkeit und Vollständigkeit der Daten nicht gewährleisten. Die hier enthaltenen Meinungen und Schätzungen wurden nach derzeit bestem Wissen vorgenommen und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Mögliche Fehler oder Unvollständigkeiten der Informationen begründen keine Gewährleistungsansprüche, weder in Bezug auf indirekte oder direkte Schäden noch auf Folgeschäden. Die Darstellung der analysierten Gesellschaft spiegelt die persönliche Meinung des Verfassers wieder. Alle Mitarbeiter der Gesellschaft des Verfassers, die an der Erstellung der Studie oder der Finanzanalyse beteiligt waren, unterliegen hausinternen Compliance-Regelungen.

Die Studie dient Informationszwecken und sollte nicht als Empfehlung, Angebot oder Aufforderung verstanden werden, in dieser Studie genannte Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen. Die historische Entwicklung ist nicht notwendigerweise ein Hinweis auf die zukünftige Wertentwicklung. Der Verfasser übernimmt keine Haftung für Verluste, die sich direkt oder als Folge aus der Nutzung von Informationen aus dieser Studie begründen. Die Studie ist vertraulich und wird nur an einen ausgewählten Empfängerkreis versandt. Die Studie wurde ausschließlich für professionelle Investoren erstellt und richtet sich nicht an Privatanleger. Daher sollte sie nicht an derartige Personenkreise weitergegeben werden. Weiterhin darf die Studie elektronisch verschickt werden, bevor sie in ausgedruckter Form zur Verfügung steht. Es ist ohne die vorherige schriftliche Erlaubnis des Verfassers nicht gestattet, die Studie für andere Investmentfirmen oder Einzelpersonen zu vervielfältigen (weder gesamt noch in Teilen). Der Verfasser ist weder in Großbritannien noch in einer Genehmigungsbehörde in den USA registriert.

Es wurde im Voraus nicht festgelegt, ob und in welchen Zeitabständen diese Studie aktualisiert wird. Falls nicht anders angegeben, beziehen sich die aktuellen Kurse auf Schlusskurse des vorherigen Handelstages. Die historische Entwicklung ist nicht notwendigerweise ein Hinweis auf die zukünftige Wertentwicklung. Der Verfasser behält sich das Recht vor, seine Meinung ohne vorherige Ankündigung zu ändern, d.h. die enthaltenen Meinungen spiegeln die Einschätzung des Verfassers zum Veröffentlichungstag dieser Studie wieder.

Diese Finanzanalyse wurde erstellt, um institutionelle Investoren zu informieren, damit diese ihre eigenen Investitionsentscheidungen treffen können. Sie wurde nicht erstellt, um einen spezifischen Investor hinsichtlich seiner Investitionen zu beraten. Durch die Annahme dieser Studie bestätigt der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen. Die Studie unterliegt dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Der Gerichtsstand für etwaige Streitigkeiten ist Frankfurt am Main (Deutschland).

Dieses Dokument ist lediglich Investoren in den US angedient, die (i) „maßgebliche institutionelle Investoren“ (nach Regelung der SEC Rule 15a-6 sowie dem entsprechenden anwendbaren Interpretationen) und auch „qualifizierte institutionelle Käufer“ (QIBs) unter Anwendung der SEC Rule 144A veröffentlicht durch die Börsenaufsichtsbehörde

SEC entsprechend des Wertpapiergesetzes von 1933, novelliert als der („Securities Act“) oder (ii) Investoren, die nicht „US Personen“ unter Anwendung der Regulierung S nach dem „Securities Act“ und dazu gehörenden anwendbaren Interpretationen sind. Das Angebot oder der Verkauf bestimmter Wertpapiere an QIB's kann nach Maßregelung der Regel 144A erfolgen. Solche Wertpapiere können auch unter Beabsichtigung der Umgehung von Regulierung S außerhalb der USA angebotene und verkaufte Wertpapiere darstellen. Dieses Dokument stellt in keiner Hinsicht ein Angebot oder eine Interessensbekundung zum Verkauf von sämtlichen Wertpapieren nach Regulierung S dar. Sämtliche dieser Wertpapiere können zu diesem Zeitpunkt nicht US-Personen angeboten oder verkauft werden sowie nur an US-Personen wiederverkauft werden, wenn diese Wertpapiere nach dem Wertpapiergesetz von 1933, wie novelliert, und anwendbaren staatlichen Wertpapiergesetzen registriert sind, oder eine Ausnahmeregelung von der Regulierung verfolgen.

Dieses Dokument ist zum Vertrieb lediglich an Personen im oder aus dem Vereinigten Königreich gerichtet, die autorisiert sind oder nach Maßgabe des „Financial Services and Markets Act 2000“ oder jeglichem dem zugrundeliegenden Auftrag des Vereinigten Königreichs ausgenommene Personen sind oder an professionelle Investoren nach Definition der Section 19 des „Financial Services and Markets Act (Financial Promotion)“ Order 2005 und darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden.

Dieses Dokument ist in Kanada nur für Pensionsfonds, Mutual Funds, Banken, Asset Manager und Versicherungsgesellschaften bestimmt. Der Vertrieb dieses Dokuments unter anderen Gerichtsbarkeiten kann durch das Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Insbesondere darf dieses Dokument, weder direkt noch indirekt, nicht nach Japan oder an jegliche dort ansässige Personen versandt oder vertrieben werden.

Zuständige Aufsichtsbehörde:
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)
Graurheindorferstraße 108
53117 Bonn

und

Lurgiallee 12
60439 Frankfurt

Close Brothers Seydler
Research AG

Schillerstraße 27-29
60313 Frankfurt am Main
www.cbseydlerresearch.ag
Tel.: 0049 - (0)69 - 97 78 45 60