Independent Research
Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

Unternehmen aktuell

Donnerstag, den 05.12.2013

Halten

(vorher: Kaufen vom 08.11.2013)

euromicron

Ersteller: Markus Friebel (Analyst)

Branche

Technologie

Kursziel

16,70 EUR

Aktienkennzahlen

Schlusskurs am 04.12.2013 (EUR)	14,80
Anzahl der Aktien (Mio.)	6,7
Marktkapitalisierung (Mio. EUR)	99
Freefloat (%)	100,00

Bewertungskennzahlen

	2013e	2014e
KGV	33,1	7,7
KCV	neg.	5,0
EV/Umsatz	0,6	0,5
EV/EBITDA	11,2	6,0
Dividendenrendite (%)	2,0	4,1

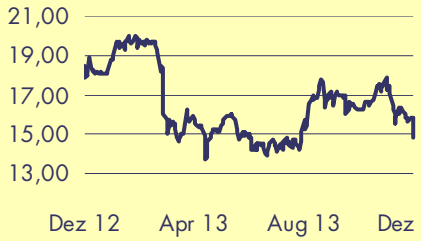
Termine

Zahlen Jahresabschluss	31.03.2014
Zahlen Q1	09.05.2014

Historische Entwicklung (Schlusskurs)

52-Wochen-Hoch/Tief (EUR)	20,19/13,63

absolut (%)	1M	3M	12M
	-14,0	-12,2	-17,7
relativ gg. (PP)	1M	3M	12M
Prime All Share	-15,0	-22,8	-39,1
Stoxx Europe 600 Technology	-16,4	-19,3	-43,7



Kürzel

Reuters	EUCG.DE
Bloomberg	EUCA GY
ISIN	DE000A1K0300

Quelle: Independent Research; euromicron; Bloomberg

euromicron hat überraschend seinen Ausblick für das laufende Geschäftsjahr deutlich gesenkt. Grund sind die anhaltenden Auftragsverschiebungen der Kunden, die auch bei Bekanntgabe der Zahlen für das dritte Quartal (Q3) 2013 Anfang November dazu geführt hatten, dass euromicron nur ein Erreichen der Untergrenze der Zielspanne von 350 bis 365 Mio. Euro beim Umsatz in Aussicht gestellt hatte. Nun erwartet das Unternehmen für 2013 nur noch einen Umsatz von rund 320 Mio. Euro, was einem Umsatzeinbruch in Q4 von rund 16% y/y entspricht. Aus unserer Sicht noch enttäuschender ist allerdings, dass euromicron nun auch noch seine Zielsetzung für die EBITDA-Marge signifikant reduziert hat. Bislang hielt das Unternehmen an seiner Zielsetzung von 8% bis 11% fest. Nun wird aber für 2013 eine EBITDA-Marge von nur noch knapp 5% erwartet, was in Q4 den Eintritt in die Verlustzone bedeuten würde. Wir haben unsere Prognosen infolgedessen reduziert (EpS 2013e: 0,45 (alt: 1,61) Euro; EpS 2014e: 1,91 (alt: 2,15) Euro). Zudem haben wir die Aktie bei einem neuen Kursziel von 16,70 (alt: 21,00) Euro auf Halten (alt: Kaufen) herabgestuft.

Unternehmensdaten

(in Mio. EUR / IFRS)	2011	2012	2013e	2014e
Umsatz	305,3	330,0	320,3	345,9
gg. Vj. (%)	*49,9*	*8,1*	*-3,0*	*8,0*
EBITDA	30,8	25,0	16,6	31,1
gg. Vj. (%)	*24,5*	*-18,7*	*-33,6*	*87,5*
EBITDA-Marge (%)	10,1	7,6	5,2	9,0
EBIT	24,2	17,1	8,7	22,5
gg. Vj. (%)	*20,3*	*-29,5*	*-49,3*	*159,7*
EBIT-Marge (%)	7,9	5,2	2,7	6,5
Nettoergebnis	12,2	8,6	3,0	12,8
gg. Vj. (%)	*6,7*	*-29,9*	*-65,2*	*327,9*
Nettomarge (%)	4,0	2,6	0,9	3,7
EK-Quote (%)	45,3	41,9	41,3	43,5

Daten je Aktie

(in EUR)				
Ergebnis	2,33	1,29	0,45	1,91
Cashflow	0,09	1,04	-0,79	2,99
Dividende	1,15	0,30	0,30	0,60

Quelle: Independent Research; euromicron

Die euromicron AG ist ein Komplettanbieter von Infrastrukturlösungen für Kommunikations-, Übertragungs-, Sicherheits- und Datennetze. Der Konzern fungiert dabei nicht nur als Hersteller, sondern auch als Systemintegrator und Distributor. Die Kunden von euromicron kommen dabei aus verschiedenen Branchen wie dem Bank- und Dienstleistungsgewerbe, dem öffentlichen Sektor, dem Gesundheitswesen, der Fertigungsindustrie, der Energiewirtschaft und der Prozessindustrie. Der regionale Schwerpunkt liegt vor allem in Deutschland. Außerhalb des Heimatmarktes ist euromicron hauptsächlich in Italien, Österreich, Frankreich und Polen aktiv.

Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokuments, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten, die Pflichtangaben zu § 34b Wertpapierhandelsgesetz und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG ist nur zur Verteilung an professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien gemäß § 31a WpHG bestimmt.

Highlights

- Der Umsatz stieg in Q3 2013 mit 8,8% y/y deutlich stärker als von uns erwartet. Auch die Auftragslage werten wir als sehr erfreulich. Zu signifikanten Prognoseverfehlungen kam es dagegen auf der Ergebnisebene.
- Der Ausblick für das Geschäftsjahr 2013 wurde deutlich gesenkt (Umsatz: ca. 320 (bisher: Untergrenze von 350 bis 365) Mio. Euro; EBITDA-Marge: knapp 5% (bisher: 8% bis 11%)).
- Wir haben die Aktie auf Halten (alt: Kaufen) herabgestuft.

Geschäftsentwicklung

Der Umsatz stieg in Q3 2013 unerwartet deutlich um 8,8% auf 80,2 (Vj.: 73,7; unsere Prognose: 75,0) Mio. Euro. In 9M 2013 konnte dank des starken Anstiegs in Q3 ein Umsatzwachstum von 3,0% auf 233,3 (Vj.: 226,5) Mio. Euro verzeichnet werden. Wesentliche Treiber bleiben dabei das Geschäft im Heimatmarkt Deutschland (+2,8% y/y auf 206,9 Mio. Euro) sowie auf Segmentebene der Bereich WAN Services (+14,8% y/y auf 68,7 Mio. Euro).

euromicron	Umsatz Q3 2012 in Mio. EUR	Umsatz Q3 2013 in Mio. EUR	Veränderung gg. Vj.	Umsatz 9M 2012 in Mio. EUR	Umsatz 9M 2013 in Mio. EUR	Veränderung gg. Vj.
Nord	26,17	28,31	8,2%	79,20	84,35	6,5%
Süd	27,27	28,31	3,8%	97,81	91,39	-6,6%
WAN Services	23,06	26,37	14,4%	59,86	68,73	14,8%
Intersegmentär	-2,81	-2,79	-0,7%	-10,38	-11,19	7,7%
Konzern	**73,69**	**80,20**	**8,8%**	**226,49**	**233,28**	**3,0%**

Quelle: euromicron

Auf der Ergebnisebene blieb dagegen in Q3 2013 der von uns im Vergleich zum Vorjahreszeitraum erhoffte deutliche Anstieg bzw. die Stabilisierung der Margen im Vergleich zum ersten Halbjahr (H1) 2013 aus. Das EBITDA erhöhte sich demnach nur leicht um 2,0% auf 4,62 (Vj.: 4,53; unsere Prognose: 6,35) Mio. Euro. Die Verfehlung unserer Prognose resultiert daraus, da wir davon ausgegangen waren, dass sich der Materialaufwand wie H1 2013 (-7,4% y/y) auch in Q3 weiterhin rückläufig entwickelt. Allerdings stieg dieser in Q3 um 6,7% y/y auf 41,6 Mio. Euro. Zudem legte der zweite große Kostenblock, der Personalaufwand, überproportional zum Umsatz zu (+10,9% y/y auf 24,7 Mio. Euro) und damit deutlich stärker als noch in H1 2013 (+6,6% y/y). Das EBIT stagnierte in Q3 bei 2,45 (Vj.: 2,45; unsere Prognose: 4,70) Mio. Euro und das Nettoergebnis erhöhte sich um 9,2% auf 0,88 (Vj.: 0,81; unsere Prognose: 2,41) Mio. Euro. In 9M 2013 kam es jedoch zu einem Rückgang beim Nettoergebnis um 5,2% auf 5,93 (Vj.: 6,25) Mio. Euro. Die Nettoverschuldung (Unternehmensdefinition) stieg zum 30.09.2013 auf 94,8 (30.06.2013: 77,4; 31.03.2013: 82,8; 31.12.2012: 75,7) Mio. Euro.

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Perspektiven

Die Q3-Zahlen wiesen aus unserer Sicht ein zweigeteiltes Bild auf. Der Umsatz konnte unsere Erwartung um 7% übertreffen. Darüber hinaus war auch die Auftragsentwicklung in Q3 von deutlichen Zuwächsen gekennzeichnet. Der Auftragseingang stieg in Q3 2013 signifikant um 22,8% auf 94,4 (Vj.: 76,9; Q2 2013: 154,8) Mio. Euro. Der Auftragsbestand bezifferte sich per Ende September auf 141,1 (30.06.2013: 127,0; 30.09.2012: 125,9) Mio. Euro und lag damit ebenfalls deutlich über den Vergleichszeitpunkten. Enttäuschend verlief allerdings die Entwicklung auf der Ergebnisebene (bspw. EBITDA 27% unter unserer Prognose).

euromicron hat gestern (04.12.) überraschend seinen Ausblick für das laufende Geschäftsjahr deutlich gesenkt. Bereits bei Bekanntgabe der Q3-Zahlen hatte das Unternehmen auf Grund der Auftragsverschiebungen seine Jahresprognose für den Umsatz etwas aufgeweicht (nur noch Erreichen der Untergrenze der in Aussicht gestellten Zielspanne). Da die sonst für das Jahresschlussquartal übliche überdurchschnittliche Geschäftsentwicklung laut Unternehmensaussagen allerdings bislang ausgeblieben ist - Großkunden verschieben trotz des hohen Investitionsbedarfs in die Netzwerkinfrastruktur auch im bisherigen Quartalsverlauf ihre Investitionsentscheidungen so weit wie möglich in die Zukunft - geht euromicron für das Geschäftsjahr 2013 nun nur noch von einem Umsatz von ca. 320 (bisher: Untergrenze von 350 bis 365; unsere bisherige Prognose: 353 (neu: 320)) Mio. Euro aus. Für das Jahresschlussquartal bedeutet dies einen Umsatzeinbruch von rund 16% y/y (unsere bisherige Prognose: +16% y/y). Aus unserer Sicht noch enttäuschender ist allerdings, dass euromicron nun auch noch seine Zielsetzung für die EBITDA-Marge signifikant reduziert hat. Bislang hielt das Unternehmen an seiner Zielsetzung von 8% bis 11% fest. Nun wird aber für 2013 eine EBITDA-Marge von nur noch knapp 5% (unsere bisherige Prognose: 8,3% (neu: 5,2%)) erwartet. Dies würde unseren Prognosen zufolge in Q4 2013 den Eintritt in die Verlustzone bedeuten. Unsere EpS-Schätzung für 2013 haben wir dementsprechend deutlich auf 0,45 (alt: 1,61) Euro und für 2014 auf 1,91 (alt: 2,15) Euro reduziert.

Infolge unserer Prognosesenkung reduziert sich unser Kursziel auf 16,70 (alt: 21,00) Euro (Discounted-Cashflow-Modell). Wir sind jedoch weiterhin von den langfristigen Wachstumsperspektiven der euromicron AG (hoher Investitionsbedarf der euromicron-Kunden in die Netzwerkinfrastruktur) überzeugt. Durch die Reduzierung des Ausblicks hat sich das Sentiment für die euromicron-Aktie allerdings verschlechtert. Zudem gehen wir nun nicht mehr von einem deutlichen Aufwärtspotenzial bei der Aktie aus, solange die Auftragsverschiebungen anhalten. Wir haben die Aktie daher von Kaufen auf Halten abgestuft. Das Aufwärtspotenzial von immer noch rund 13% ergibt sich aus dem niedrigen Bewertungsniveau der Aktie (bspw. KGV 2014e: 7,7) und unserer Einschätzung, dass nun keine derart negativen Meldungen von Unternehmensseite mehr zu erwarten sind.

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
- Full-Service Anbieter von Netzinfrastrukturlösungen - Breite Kundendiversifikation hinsichtlich der Branchen - Sehr geringe Konjunkturabhängigkeit	- Verhältnismäßig hohe Nettoverschuldung - Regional hohe Abhängigkeit von Deutschland - Große Bedeutung des Projektgeschäfts (erhöhte Anzahl von Unsicherheitsfaktoren)
Chancen	**Risiken**
- Notwendiger Ausbau der Breitbandnetze (Zielsetzung der Bundesregierung) erhöht Nachfrage nach Netzinfrastrukturlösungen - Steigender Bedarf nach intelligenten und schnellen Netzwerktechnologien in der Energiebranche (Smart Grids), bei Sicherheitssystemen, in der Gesundheitsbranche, bei Verkehrssystemen (Verkehrsfluss und Verkehrssicherheit), im Büro und zu Hause - Zunehmende Anzahl von Internetanwendungen, -Nutzern und -Endgeräten bzw. technologische Trends wie mobiles Internet, Cloud Computing und „Internet der Dinge“ (Kommunikation von Geräten und Maschinen untereinander über das Internet) führen zu stetig steigenden Anforderungen an die Netzwerktechnologie - Ausbau der internationalen Aktivitäten	- Hoher Geschäfts- und Firmenwert birgt erhöhtes Abschreibungsrisiko bei sich verschlechternder Geschäftsentwicklung - Überdurchschnittliche Integrationsrisiken auf Grund der zahlreichen Übernahmen - Investitionszurückhaltung der Kunden

Quelle: Independent Research

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

euromicron
Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2010	2011	2012	2013e	2014e
Umsatz	203,6	305,3	330,0	320,3	345,9
Rohertrag/Bruttoergebnis	103,5	142,9	161,6	153,7	169,5
EBITDA	24,7	30,8	25,0	16,6	31,1
Abschreibungen	-4,6	-6,6	-7,9	-7,9	-8,6
EBIT	20,1	24,2	17,1	8,7	22,5
Finanzergebnis	-2,9	-6,4	-4,9	-4,1	-4,5
EBT	17,2	17,9	12,2	4,6	18,0
Steuern	-5,1	-5,0	-3,4	-1,5	-5,0
Ergebnis nach Steuern	12,1	12,9	8,8	3,1	13,1
Minderheitenanteile	-0,7	-0,7	-0,3	-0,1	-0,3
Nettoergebnis	11,5	12,2	8,6	3,0	12,8
Anzahl Aktien (Mio. St.)	4,8	5,2	6,7	6,7	6,7
Ergebnis je Aktie	2,38	2,33	1,29	0,45	1,91
Dividende je Aktie	1,10	1,15	0,30	0,30	0,60
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertrag/Bruttoergebnis	50,8%	46,8%	49,0%	48,0%	49,0%
EBITDA	12,1%	10,1%	7,6%	5,2%	9,0%
Abschreibungen	2,3%	2,1%	2,4%	2,5%	2,5%
EBIT	9,9%	7,9%	5,2%	2,7%	6,5%
EBT	8,5%	5,8%	3,7%	1,4%	5,2%
Steuern	2,5%	1,6%	1,0%	0,5%	1,4%
Ergebnis nach Steuern	6,0%	4,2%	2,7%	1,0%	3,8%
Nettoergebnis	5,6%	4,0%	2,6%	0,9%	3,7%

Quelle: Independent Research; euromicron

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

euromicron
Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. EUR	2010	2011	2012	2013e	2014e
Bilanzsumme	196,2	265,2	283,9	291,2	301,3
Anlagevermögen	109,6	138,4	146,5	148,2	149,9
Geschäfts- und Firmenwert	81,9	103,6	106,4	106,4	106,4
Vorräte	17,2	25,1	27,5	25,6	27,7
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	54,7	88,1	96,8	105,7	107,2
Liquide Mittel	8,6	7,3	5,4	8,7	13,4
Eigenkapital	89,3	120,0	119,0	120,1	131,2
Verzinsliches Fremdkapital	50,7	56,2	71,3	91,4	88,7
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	22,4	31,6	42,9	35,2	36,3
Summe Fremdkapital	107,0	145,1	164,8	171,1	170,1
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	8,5	0,5	7,0	-5,2	19,9
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-6,0	-20,4	-13,3	-9,6	-10,4
Free Cashflow	2,5	-19,9	-6,3	-14,8	9,5
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-2,6	18,7	4,4	18,1	-4,8
Summe der Cashflows	-0,1	-1,3	-1,9	3,3	4,8

Quelle: Independent Research; euromicron

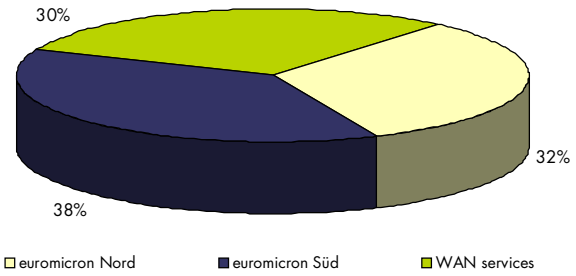
euromicron
Wichtige Kennzahlen

	2010	2011	2012	2013e	2014e
EV / Umsatz	0,6	0,5	0,6	0,6	0,5
EV / EBITDA	5,2	4,8	7,9	11,2	6,0
EV / EBIT	6,4	6,1	11,5	21,6	8,3
KGV	7,5	8,2	15,3	33,1	7,7
KBV	1,0	0,8	1,1	0,8	0,8
KCV	10,1	211,4	18,8	-18,8	5,0
KUV	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3
Dividendenrendite	6,2%	6,0%	1,5%	2,0%	4,1%
Eigenkapitalrendite (ROE)	12,8%	10,2%	7,2%	2,5%	9,7%
ROCE	12,6%	11,0%	7,5%	3,5%	9,1%
ROI	5,8%	4,6%	3,0%	1,0%	4,2%
Eigenkapitalquote	45,5%	45,3%	41,9%	41,3%	43,5%
Anlagendeckungsgrad	81,4%	86,7%	81,3%	81,1%	87,5%
Anlagenintensität	55,9%	52,2%	51,6%	50,9%	49,7%
Vorräte / Umsatz	8,4%	8,2%	8,3%	8,0%	8,0%
Forderungen / Umsatz	26,9%	28,8%	29,3%	33,0%	31,0%
Working Capital-Quote	24,3%	26,7%	24,7%	30,0%	28,5%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	42,1	48,9	65,9	82,8	75,3
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	1,7	1,6	2,6	5,0	2,4
Capex / Umsatz	2,2%	2,7%	3,3%	3,0%	3,0%
Capex / Abschreibungen	99,4%	125,6%	136,4%	120,9%	120,0%
Free Cashflow / Umsatz	1,2%	-6,5%	-1,9%	-4,6%	2,8%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	0,52	-3,80	-0,95	-2,23	1,43
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	8,74	9,32	9,89	12,42	11,29
Cash / Aktie (EUR)	1,78	1,39	0,81	1,30	2,02
Buchwert / Aktie (EUR)	18,51	22,87	17,86	18,03	19,69

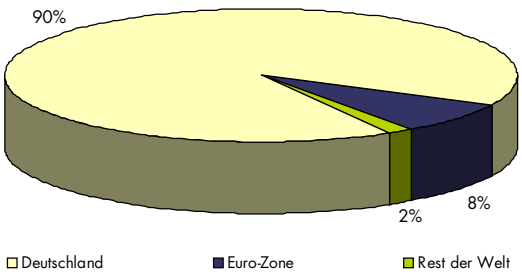
Quelle: Independent Research; euromicron

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

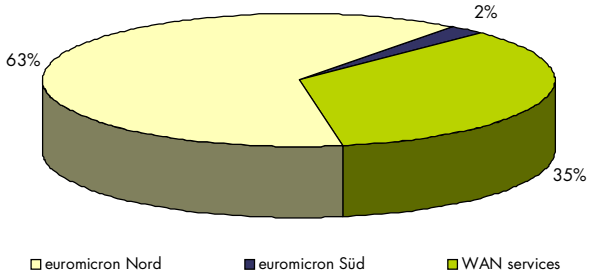
Umsatz nach Geschäftsfeldern (2012)



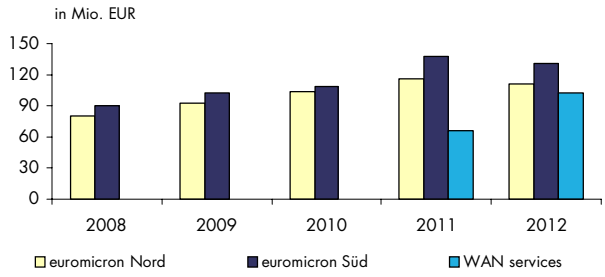
Umsatz nach Regionen (2012)



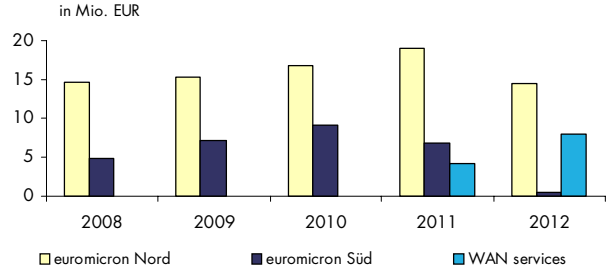
EBIT nach Geschäftsfeldern (2012)



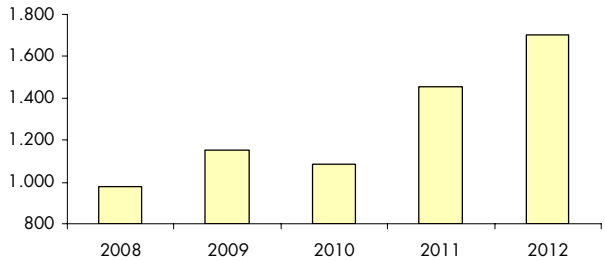
Umsatzentwicklung der Geschäftsfelder



EBIT-Entwicklung der Geschäftsfelder



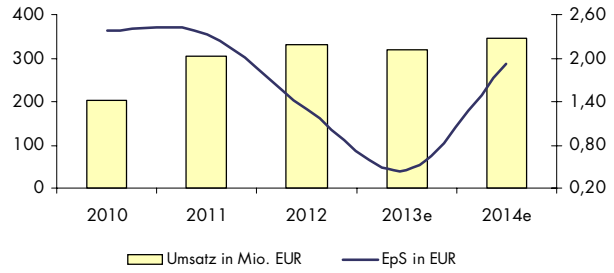
Mitarbeiter im Jahresdurchschnitt



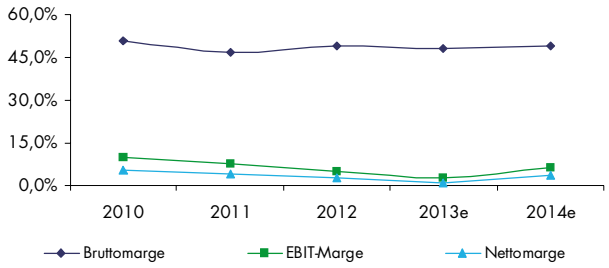
Quelle: Independent Research; euromicron

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

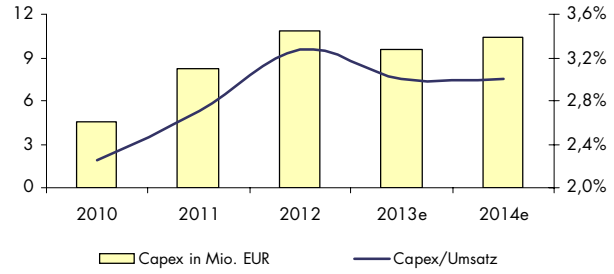
Umsatz und Ergebnis je Aktie



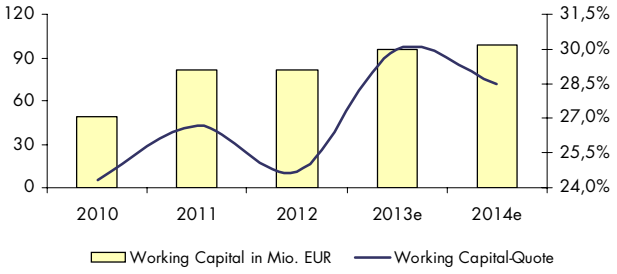
Margenübersicht



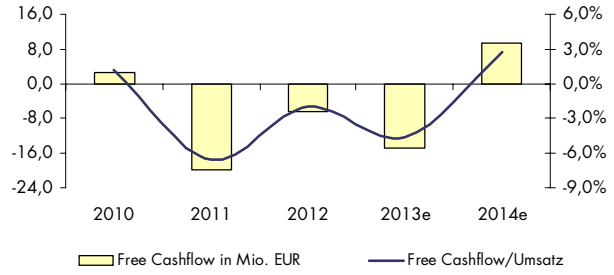
Capex



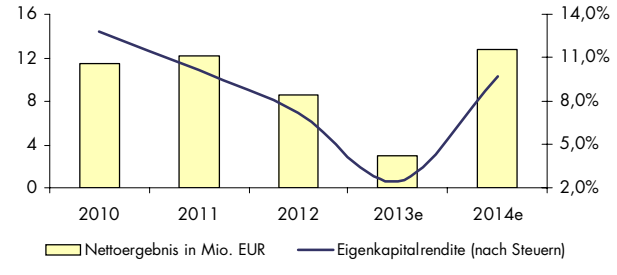
Working Capital



Free Cashflow



Eigenkapitalrendite



Quelle: Independent Research; euromicron

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Rechtliche Hinweise

Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten - **(Gültig ab dem 18.12.2009)**

Kaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
Halten:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten eine Wertentwicklung zwischen 0% und 15% aufweisen.
Verkaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust aufweisen.

Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten - **(Gültig bis zum 17.12.2009)**

Kaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
Akkumulieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn zwischen 0% und 15% aufweisen.
Reduzieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust zwischen 0% und 15% aufweisen.
Verkaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust von mindestens 15% aufweisen.

Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung

Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdienste (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, FAZ, FTD, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

Aktienanalysen:

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinsten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis, Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

Sensitivität der Bewertungsparameter:

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen können sich ebenfalls auf Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:

Aktienanalysen:

Die Independent Research GmbH führt eine Liste der Emittenten, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen („Coverliste Aktienanalysen") veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten ist primär die Zugehörigkeit zu einem Index (DAX®, EuroStoxx 50℠ und Stoxx Europe 50℠). Zusätzlich werden ausgewählte Emittenten aus dem Mid- und Small-Cap-Segment sowie des US-Marktes berücksichtigt. Hierbei liegt es allein im Ermessen der Independent Research GmbH, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf der Coverliste vorzunehmen. Für die auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten wird, wenn von der Independent Research GmbH als sinnvoll betrachtet, ein qualifizierter Kurzkommentar oder eine Studie verfasst. Dies erfolgt im Regelfall nach der Veröffentlichung von Unternehmenszahlen. Ferner werden täglich zu einzelnen auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten unternehmensspezifische Ereignisse wie z.B. Ad-hoc-Meldungen oder wichtige Nachrichten bewertet. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH. Darüber hinaus werden für auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten Fundamentalanalysen erstellt. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH.

Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.

Übersicht der Umvotierungen:

Eine Übersicht der Umvotierungen der letzten 12 Monaten befindet sich auf der Homepage von Independent Research GmbH unter www.irffm.de (http://irffm.de/images/stories/pdf/umvotierung.pdf).

Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten:

Mitarbeiter/-innen der Independent Research GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den hausinternen Compliance-Regelungen, die sie als Mitarbeiter/-innen eines Vertraulichkeitsbereiches einstufen. Die hausinternen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der §§ 33 und 33b WpHG.

Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 05.12.2013 -

Mögliche Interessenkonflikte können mit folgenden, in diesem Research-Report genannten Emittenten existieren:

Emittent	**Interessenkonflikte**
-	-

Die Independent Research GmbH und/oder mit ihr verbundene Unternehmen:

1) **sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 1 Prozent beteiligt.**

2) **waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.**

3) **betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.**

4) **haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit dem Emittenten - der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse ist - oder dem Berater und/oder der beratenden Bank eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.**

5) **haben diese Finanzanalyse ohne den Bewertungs-/Prognosenteil vor der Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.**

6) **haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.**

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken. Dieses Dokument ist durch die Independent Research GmbH erstellt und zur Verteilung in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen mit Wohn- und/oder Gesellschaftssitz und/oder Niederlassungen im Ausland, vor allem in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Großbritannien oder Japan. Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Information und Materialien gelangen, haben sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese zu befolgen.

Dieses Dokument stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten dar. Mit der Erstellung dieser Informationen ist die Independent Research GmbH insbesondere nicht als Anlageberater oder aufgrund einer Vermögensbetreuungspflicht tätig. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere oder sonstiger Finanzinstrumente sollte auf der Grundlage eines individuellen Beratungsgesprächs und/oder eines Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen.

Das Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittentin bzw. Wertpapiere durch die Independent Research GmbH dar. Alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

Die Independent Research GmbH hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus als zuverlässig erachteten Quellen übernommen, ohne jedoch alle diese Informationen selbst zu verifizieren. Dementsprechend gibt die Independent Research GmbH keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der hierin enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Die Independent Research GmbH übernimmt keine Haftung für unmittelbare oder mittelbare Schäden, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

Die Informationen bzw. Meinungen und Aussagen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können aufgrund künftiger Entwicklungen überholt sein, ohne dass das Dokument geändert wurde. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Die steuerliche Behandlung von Finanzinstrumenten hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Investors ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein, die ggf. auch zurückwirken können.

Obgleich die Independent Research GmbH Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die Independent Research GmbH sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die Independent Research GmbH übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.

Stand: 05.12.2013

Independent Research GmbH
Friedrich-Ebert-Anlage 36
D-60325 Frankfurt am Main

Zuständige Aufsichtsbehörde:
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn
und
Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Independent Research

Westend Office
Friedrich-Ebert-Anlage 36
60325 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (69) 971490-0
Telefax: +49 (69) 971490-90
E-Mail: info@irffm.de
Internet: www.irffm.de