euromicron AG

Close Brothers Seydler Research AG

Empfehlung: KAUFEN (KAUFEN)
Risiko: MITTEL (MITTEL)
Kursziel: EUR 15,50 (15,50)

08. August 2014

Solides Q2 2014

Guidance für GJ 2014 bestätigt

- In Q2 2014 lag der **Umsatz mit 82,1 Mio. EUR um 8,4% über dem Vorjahreswert** und übertraf um 2,3 Mio. EUR unsere Schätzung.

- Hinsichtlich der **Margen- und Gewinnentwicklung** lag euromicron noch **knapp im Rahmen unserer Erwartungen**. Das EBIT belief sich auf 3,2 Mio. EUR (H1 2013: 5,1 Mio. EUR), und das das operative EBIT auf 5,2 Mio. EUR (H1 2013: 6,7 Mio. EUR). Die EBITDA-Marge lag in Q2 2014 bei 6,8% (Q2 2013: 9,6%) und in H1 2014 bei 6,5% (H1 2013: 8,8%). Sie befand sich daher **innerhalb des von euromicron anvisierten Guidance-Korridors** für das Gesamtjahr von 6 bis 8%. Weitere Ergebniszahlen für Q2 und H1 2014 sind der Tabelle auf Seite 2 zu entnehmen. Ein **Vorjahresvergleich erscheint erschwert**, da 2013 durch ein besonders ergebnisstarkes H1 sowie einem Anstieg der Integrationskosten erst in H2 geprägt war. In H1 2014 hingegen verzeichnete euromicron einen gleichmäßigen Ergebnisverlauf mit konstanten, quartalsweisen Steigerungen bei weiterhin rückläufigen Integrationskosten. Es fielen jedoch in H1 2014 noch Einmalaufwendungen für Integration i.H.v. rund 1,5 Mio. EUR und Strukturkosten für den Aufbau von Fach- und Zentralfunktionen in Höhe von anteilig ca. 1,1 Mio. EUR an, die im Vergleich zu berücksichtigen sind.

- Der **Auftragseingang** war wie üblich in Q2 niedriger als in Q1, und lag in Q2 auch im Vorjahresvergleich etwas niedriger. Angesichts des **hohen Auftragsbestands** in Höhe von 128,4 (V.j.: 127,0) Mio. EUR erscheint uns dies jedoch unbedenklich.

- Insgesamt **sehen wir unsere Erwartungen als erfüllt an**. euromicron **bestätigt auch die Guidance** für das Gesamtjahr 2014 (Umsatz 340-360 Mio. EUR bei einer EBITDA-Marge von ca. 6 - 8%). Wenn nicht, wie in 2013 geschehen, wieder negative Ergebniseffekte aus Auftrags- und Projektverschiebungen und/oder Effekte aus der Projektbewertung das H2 in unvorhergesehenem Ausmaß belasten, dann dürfte unseres Erachtens die Erreichung unserer Schätzungen für euromicron kein Problem darstellen. Risiken bezüglich nennenswerter Projektverzögerungen oder -verschiebungen sind dem Vorstand jedoch derzeit nicht bekannt.

- Wir belassen unser **Kursziel bei 15,50 EUR.** Wir bestätigen unsere **Kaufempfehlung**.

GJ 31.12., Mio. EUR	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatzerlöse	305,3	330,0	329,4	344,0	369,8	392,0
EBITDA	30,7	25,0	14,4	21,9	27,8	33,4
EBIT	24,2	17,1	5,5	11,5	16,7	22,0
Nettoergebnis	12,2	8,6	-0,9	5,0	8,8	12,8
Gewinn je Aktie	2,32	1,29	-0,12	0,69	1,22	1,78
Dividende je Aktie	1,15	0,30	0,00	0,25	0,50	0,75
EBITDA-Marge*	10,2%	7,6%	4,3%	6,3%	7,5%	8,4%
EBIT-Marge*	8,1%	5,2%	1,7%	3,3%	4,5%	5,6%
EV/EBIT	7,5	10,5	32,7	15,7	10,8	8,2
KGV	5,8	10,4	-108,1	19,3	10,9	7,5

Quelle: CBS Research AG, euromicron AG **Margen in Prozent der Gesamtleistung*

Aktienkurs (dunkel) vs. TecDAX

Quelle: CBS Research AG; Bloomberg; euromicron AG

Veränd.	2014e		2015e		2016e	
	neu	alt	neu	alt	neu	alt
Umsatz	-	344,0	-	369,8	-	392,0
EBITDA	-	21,9	-	27,8	-	33,4
GjA	-	0,69	-	1,22	-	1,78

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

Aktiendaten:

Aktienkurs (letzter Schlusskurs, EUR):	**13,37**
Anzahl Aktien (Mio.):	7,2
Marktkapitalisierung (EUR Mio.):	95,9
Unternehmenswert (EV) (EUR Mio.):*	180,1
Ø tägliches Handelsvolumen (6 Mo., Stk.)	14.957

*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):	17,90
52 Wochen Tief (EUR):	12,01
Absolute Performance (12 Monate):	-2,7%
Relative Performance vs. TecDAX:	
1 Monat	6,3%
3 Monate	5,5%
6 Monate	-4,2%
12 Monate	-26,4%

Aktionärsstruktur:

Institutionelle Anleger:	10,4%
Nicht identifizierte Anleger (Nominees):	25,8%
Private Anleger:	63,8%

Finanzkalender:

SCC_Small Cap Conference DVFA:	2. Sept. 2014
Bericht Q3 2014:	7. November 2014

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

Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokumentes, die Haftungserklärung, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Pflichtangaben zu § 34b Wertpapierhandelsgesetz am Ende dieses Dokumentes. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung Finanzinstrumente auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen.

Quartalsvergleich gegenüber Vorjahr

IFRS in Mio. EUR	Q2 2014	Q2 2013	Change	H1 2014	H1 2013	Change
Umsatzerlöse	82,1	75,7	*8,4%*	162,2	153,1	*6,0%*
- davon Deutschland	-70,0	67,2	*-204,1%*	0,0	137,1	*-100,0%*
Anteil am Gesamtumsatz	-85,3%	88,8%		0,0%	89,6%	
Gesamtleistung	85,3	78,1	*9,1%*	166,3	156,4	*6,3%*
Rohertrag	42,1	39,8	*5,6%*	81,4	78,9	*3,2%*
in % der Gesamtleistung	49,3%	51,0%		48,9%	50,4%	
EBITDA	5,6	7,3	*-22,5%*	10,5	13,4	*-21,7%*
in % vom Umsatz	6,8%	9,6%		6,5%	8,8%	
EBIT	3,2	5,1	*-37,6%*	5,5	9,2	*-40,2%*
in % vom Umsatz	3,9%	6,7%		3,4%	6,0%	
EBIT vor Holdingkosten/Einmalaufwend.	5,2	6,7	*-21,5%*	9,0	12,1	*-25,1%*
in % vom Umsatz	6,4%	8,8%		5,6%	7,9%	
EBT	2,2	4,1	*-45,8%*	3,7	7,4	*-49,7%*
in % vom Umsatz	2,7%	5,4%		2,3%	4,8%	
Nettoergebnis nach Minderheitsanteilen	1,5	2,8	*-47,0%*	2,5	5,0	*-51,3%*
in % vom Umsatz	1,8%	3,7%		1,5%	3,3%	
Ergebnis je Aktie, unverwässert (EUR)	0,21	0,42	*-50,0%*	0,34	0,76	*-55,3%*
Cashflow aus lfd. Geschäftstätigkeit	-8,9	9,0	*-199,0%*	-36,3	6,0	*-700,2%*
- dito, bereinigt um Factoring-Effekte	n/a	n/a	*n/a*	-11,7	-16,4	*n/m*
Free Cash Flow (vor gezahlten Zinsen)	-10,7	8,5		-47,8	2,4	
Auftragseingang	65,4	72,4	*-9,6%*	164,1	154,8	*6,0%*
Auftragsbestand am Periodenende	128,4	127,0	*1,2%*			

Quelle: euromicron AG, CBS Research AG

Gewinn- und Verlustrechnung

IFRS Mio.EUR	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatzerlöse	**203,6**	**305,3**	**330,0**	**329,4**	**344,0**	**369,8**	**392,0**
Veränderung zum Vorjahr in %	13,4%	49,9%	8,1%	-0,2%	4,4%	7,5%	6,0%
Bestandsveränderungen	1,2	-7,4	-5,9	-0,7	0,0	0,0	0,0
Aktivierte Eigenleistungen	1,5	1,9	5,6	3,1	3,7	3,5	3,5
Gesamtleistung	**206,4**	**299,8**	**329,8**	**331,8**	**347,7**	**373,3**	**395,5**
Materialaufwand	-107,3	-159,6	-171,0	-176,4	-177,7	-189,6	-199,3
in % der Gesamtleistung	-52,0%	-53,2%	-51,9%	-53,2%	-51,1%	-50,8%	-50,4%
Rohertrag	**99,1**	**140,2**	**158,8**	**155,4**	**170,0**	**183,7**	**196,2**
in % der Gesamtleistung	48,0%	46,8%	48,1%	46,8%	48,9%	49,2%	49,6%
Personalaufwand	-54,2	-76,9	-93,6	-99,2	-105,4	-111,2	-117,1
in % der Gesamtleistung	-26,3%	-25,7%	-28,4%	-29,9%	-30,3%	-29,8%	-29,6%
Sonstige betriebliche Erträge	4,5	2,7	2,8	1,9	2,9	2,8	2,9
in % der Gesamtleistung	2,2%	0,9%	0,8%	0,6%	0,8%	0,8%	0,7%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-24,6	-35,3	-43,0	-43,7	-45,7	-47,4	-48,6
in % der Gesamtleistung	-11,9%	-11,8%	-13,0%	-13,2%	-13,2%	-12,7%	-12,3%
EBITDA	**24,7**	**30,7**	**25,0**	**14,4**	**21,9**	**27,8**	**33,4**
in % der Gesamtleistung	12,0%	10,2%	7,6%	4,3%	6,3%	7,5%	8,4%
Abschreibungen auf immat. AV und Sachanlagen	-4,6	-6,6	-7,9	-8,9	-10,4	-11,2	-11,4
in % der Gesamtleistung	-2,2%	-2,2%	-2,4%	-2,7%	-3,0%	-3,0%	-2,9%
EBIT	**20,1**	**24,2**	**17,1**	**5,5**	**11,5**	**16,7**	**22,0**
in % der Gesamtleistung	9,8%	8,1%	5,2%	1,7%	3,3%	4,5%	5,6%
Finanzergebnis (netto)	-2,9	-6,4	-4,9	-3,8	-4,2	-3,9	-3,5
EBT (Gewinn vor EE-Steuern)	**17,2**	**17,8**	**12,2**	**1,7**	**7,3**	**12,7**	**18,4**
in % der Gesamtleistung	8,3%	5,9%	3,7%	0,5%	2,1%	3,4%	4,7%
EE-Steuern	-5,1	-4,9	-3,4	-2,5	-2,1	-3,7	-5,4
in % EBT	-29,5%	-27,7%	-27,8%	-144,9%	-29,1%	-29,0%	-29,0%
Nettoergebnis vor Minderheitsanteilen	**12,1**	**12,9**	**8,8**	**-0,8**	**5,2**	**9,0**	**13,1**
in % der Gesamtleistung	5,9%	4,3%	2,7%	-0,2%	1,5%	2,4%	3,3%
Minderheitenanteile	0,7	0,7	0,3	0,1	0,2	0,3	0,3
Nettoergebnis	**11,5**	**12,2**	**8,6**	**-0,9**	**5,0**	**8,8**	**12,8**
Anzahl der Aktien (in Mio. St.), unverwässert	4,8	5,2	6,7	7,2	7,2	7,2	7,2
Ergebnis je Aktie in Euro, unverwässert	**2,38**	**2,32**	**1,29**	**-0,12**	**0,69**	**1,22**	**1,78**

Quelle: CBS Research AG, euromicron AG

Bilanz

IFRS Mio.EUR	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Aktiva							
Langfristige Aktiva	**109,6**	**138,4**	**146,5**	**155,1**	**152,8**	**150,3**	**148,3**
in % der Bilanzsumme	55,9%	52,2%	51,6%	47,2%	47,4%	46,8%	44,6%
Immaterielle Vermögensgegenstände ohne Goodwill	14,8	18,3	21,0	23,7	21,8	19,8	17,5
Goodwill	81,9	103,6	106,4	113,5	113,5	113,5	113,5
Sachanlagevermögen	11,6	15,1	16,3	14,5	14,2	13,9	14,5
Finanzanlagen	0,9	0,7	0,7	1,0	1,0	1,0	1,0
Übrige lfr. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	0,1	0,2	0,2	0,1	0,2	0,3	0,3
Latente Steuern	0,4	0,5	1,9	2,3	2,2	1,9	1,5
Kurzfristige Aktiva	**86,6**	**126,8**	**137,4**	**173,8**	**169,6**	**170,7**	**184,2**
in % der Bilanzsumme	44,1%	47,8%	48,4%	52,8%	52,6%	53,2%	55,4%
Vorräte	17,2	25,1	27,5	28,0	29,2	31,4	33,2
Fertigungsaufträge mit aktiv. Saldo gg. Kunden	15,2	43,8	56,0	63,8	64,1	68,9	73,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	39,5	44,3	40,8	34,6	35,8	38,5	40,8
Vermögensgegenstände	6,1	6,3	7,7	8,6	9,0	9,7	10,3
Liquide Mittel	8,6	7,3	5,4	38,8	31,4	22,2	26,9
Summe Aktiva	**196,2**	**265,2**	**283,9**	**328,9**	**322,4**	**321,0**	**332,5**
Passiva							
Eigenkapital	**89,3**	**120,0**	**119,0**	**122,6**	**127,8**	**135,1**	**144,9**
in % der Bilanzsumme	45,5%	45,3%	41,9%	37,3%	39,6%	42,1%	43,6%
Gezeichnetes Kapital	13,1	17,0	17,0	17,0	18,3	18,3	18,3
Eigene Anteile zu Anschaffungskosten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zur Durchführung der beschlossenen Kapitalerhöhung geleistete Einlage	0,0	0,0	0,0	6,8	0,0	0,0	0,0
Kapitalrücklage	68,5	88,8	88,8	88,8	94,3	94,3	94,3
Unterschiedsbetrag aus der Markt-bewertung von Wertpapieren	-0,4	-0,3	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
Bilanzgewinn	7,6	14,0	12,7	9,4	14,4	21,5	30,9
Minderheitenanteile	0,4	0,5	0,5	0,4	0,6	0,8	1,1
Langfristige Passiva	**25,5**	**46,0**	**57,6**	**53,4**	**48,5**	**46,3**	**44,0**
in % der Bilanzsumme	13,0%	17,3%	20,3%	16,2%	15,0%	14,4%	13,2%
Rückstellungen	0,8	1,2	2,1	2,7	2,9	3,2	3,3
Finanzverbindlichkeiten inkl. Finanzierungsleasing	5,2	26,1	39,7	34,5	35,0	35,1	35,1
Sonst. finanzielle Verb. inkl. Industriedarlehen	10,8	10,8	8,0	7,3	1,6	-0,9	-3,4
Sonstige Verbindlichkeiten	2,1	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
Latente Steuern	6,6	7,9	7,7	8,7	8,7	8,7	8,7
Kurzfristige Passiva	**81,5**	**99,1**	**107,2**	**152,9**	**146,1**	**139,6**	**143,6**
in % der Bilanzsumme	41,5%	37,4%	37,8%	46,5%	45,3%	43,5%	43,2%
Rückstellungen	0,1	1,2	2,1	2,3	2,4	2,5	2,6
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	22,4	31,6	42,9	54,6	56,0	57,2	58,4
Finanzverbindlichkeiten inkl. Finanzierungsleasing	45,5	30,1	31,6	30,9	43,2	33,7	33,7
Sonstige kfr. Verbindlichkeiten	13,6	36,2	30,7	65,0	44,5	46,2	48,8
Summe Passiva	**196,2**	**265,2**	**283,9**	**328,9**	**322,4**	**321,0**	**332,5**

Quelle: CBS Research AG, euromicron AG

Kapitalflussrechnung

IFRS Mio.EUR	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern	20,1	24,2	17,1	5,5	11,5	16,7	22,0
Abschreibungen auf das Anlagevermögens	4,6	6,6	7,9	8,9	10,4	11,2	11,4
Veränderung der Rückstellungen	-1,0	1,1	-1,0	-0,1	0,3	0,3	0,3
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	1,2	-0,9	0,4	1,1	0,0	0,0	0,0
Zunahme/Abnahme der Vorräte, der Forderungen und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie anderer Aktiva und Passiva	-10,9	-25,4	-11,8	27,6	-7,4	-8,2	-6,3
Gezahlte/erhaltene Steuern	-2,9	-1,7	-2,2	0,0	-6,3	-2,2	-3,2
Gezahlte und erhaltene Zinsen	-2,7	-3,5	-3,4	-3,5	-4,2	-3,9	-3,5
Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit	**8,5**	**0,5**	**7,0**	**39,4**	**4,3**	**13,9**	**20,6**
Netto-Investitionen in das immaterielle Anlagevermögen und das Sachanlagevermögen	-4,5	-8,0	-10,7	-5,6	-8,2	-9,0	-9,7
Netto-Investitionen für den Erwerb von konsolidierten Unternehmen	-1,3	-12,4	-2,6	0,5	-8,0	0,0	0,0
Netto-Investitionen in das Finanzanlagevermögen	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	**-6,0**	**-20,4**	**-13,3**	**-5,1**	**-16,2**	**-9,0**	**-9,7**
Netto-Einzahlungen aus Eigenkapitalzuführungen	7,5	24,2	0,0	6,7	0,0	0,0	0,0
Dividendenauszahlungen	-4,5	-5,6	-7,7	-2,0	0,0	-1,7	-3,3
Ein- und Auszahlungen aus der Aufnahme bzw. Tilgung von (Finanz-)Krediten	-8,3	0,7	12,2	-5,4	4,8	-12,0	-2,5
Ausschüttungen an/ Entnahmen von Minderheitsgesellschaftern	-0,6	-0,6	-0,1	-0,2	-0,4	-0,5	-0,5
Eigene Anteile	3,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	**-2,6**	**18,7**	**4,4**	**-0,9**	**4,5**	**-14,1**	**-6,3**
Veränderung des Finanzmittelbestandes	**-0,1**	**-1,3**	**-1,9**	**33,4**	**-7,4**	**-9,2**	**4,6**
Finanzmittelbestand zu Beginn der Periode	8,6	8,6	7,3	5,4	38,8	31,4	22,2
Finanzmittelbestand zum Ende der Periode	**8,6**	**7,3**	**5,4**	**38,8**	**31,4**	**22,2**	**26,9**

Quelle: CBS Research AG, euromicron AG

Discounted Cash Flow-Modell

	PHASE 1			PHASE 2						PHASE 3
Mio. EUR	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	∞
Gesamtleistung	347,7	373,3	395,5	413,0	419,8	426,1	432,5	439,0	445,6	452,0	
Jährl. Wachstum	4,8%	7,4%	5,9%	4,4%	1,7%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	
EBIT	11,5	16,7	22,0	26,8	27,3	27,7	28,1	28,5	29,0	29,4	
EBIT-Marge	3,3%	4,5%	5,6%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	
Einkommensteuern auf EBIT	-3,3	-4,9	-6,5	-7,9	-8,1	-8,2	-8,4	-8,4	-8,5	-8,7	
Abschreibungen	10,4	11,2	9,2	9,2	4,8	4,6	4,7	4,8	4,7	4,9	
Veränderungen der lfr. Rückstellungen	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	
Veränderung des Nettoumlaufvermögens	-7,3	-8,1	-6,0	-7,4	-2,9	-2,7	-2,7	-2,8	-2,8	-2,8	
Investitionen in das Anlagevermögen + Erwerb von Tochterunternehmen	-16,2	-9,0	-9,7	-6,6	-4,9	-5,0	-5,1	-5,1	-5,1	-4,9	
Free Cash Flow	**-4,7**	**6,1**	**9,0**	**14,1**	**16,2**	**16,5**	**16,6**	**17,0**	**17,2**	**17,8**	
Barwerte	**-4,6**	**5,4**	**7,4**	**10,6**	**11,2**	**10,5**	**9,7**	**9,2**	**8,5**	**8,1**	**119,1**

Barwert Phase 1	8,2
Barwert Phase 2	67,9
Barwert Phase 3	119,1
Barwert total	195,2
+ Liquide Mittel und Wertpapiere	14,4
- Finanzschulden	-98,8
- Pensionsverpflichtungen	-1,0
- Marktwert der Minderheitenanteile	-2,2
+ Mittelzufluss Kapitalerhöhung Q4 2013	6,8
Fairer Wert des Eigenkapitals	**114,6**
Anzahl ausstehende Aktien (Mio.)	7,2
Fairer Wert je Aktie (EUR)	**15,97**

Risikofreie Rendite	3,5%	Ziel-Eigenkapitalquote		65,0%
Risikoprämie EK	6,0%	Beta		1,20
Risikoprämie FK	2,2%	**WACC**		**8,37%**
Tax shield (Phase 3)	29,6%	**Wachstum Phase 3**		**1,5%**

Sensitivitätsanalyse

		Wachstum in Phase 3				
		0,5%	**1,0%**	**1,5%**	**2,0%**	**2,5%**
	7,4%	18,06	19,57	21,32	23,40	25,91
	7,9%	15,75	16,99	18,44	20,12	22,12
WACC	**8,4%**	13,73	14,77	**15,97**	17,35	18,96
	8,9%	11,95	12,83	13,83	14,98	16,30
	9,4%	10,38	11,13	11,97	12,93	14,03

Quelle: CBS ResearchAG

Research

Close Brothers Seydler Research AG

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
Gennadij Kremer (Corporate Credit)	+49 (0)69 - 977 8456- 23 Gennadij.Kremer@cbseydlerresearch.ag	Daniel Kukalj (Equities)	+49 (0)69 - 977 8456- 21 Daniel.Kukalj@cbseydlerresearch.ag
Carsten Kunold (Equities)	+49 (0)69 - 977 8456- 28 Carsten.Kunold@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	Roland Pfänder (Equities)	+49 (0)69 - 977 8456- 26 Roland.Pfaender@cbseydlerresearch.ag
Dr. Oliver Pucker (Equities)	+49 (0)69 - 977 8456- 27 Oliver.Pucker@cbseydlerresearch.ag	Michele Sassano (Support)	+49 (0)69 - 977 8456- 17 Michele.Sassano@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	Sergey Weinberg (Corporate Credit)	+49 (0)69 - 977 8456- 20 Sergey.Weinberg@cbseydlerresearch.ag

Institutional Sales

Close Brothers Seydler Bank AG

Schillerstrasse 27 – 29
60313 Frankfurt am Main

Phone: +49 (0)69 – 9 20 54-400

Karl Filbert (Head of Sales)	+49 (0)69 -9 20 54-104 Karl.Filbert@cbseydler.com	Klaus Korzilius (Benelux, Scandinavia)	+49 (0)69 -9 20 54-114 Klaus.Korzilius@cbseydler.com
Sebastian Holl (Head of Sales Trading)	+49 (0)69 -9 20 54-119 Sebastian.Holl@cbseydler.com		
Bruno de Lencquesaing (Benelux, France)	+49 (0)69 -9 20 54-116 Bruno.deLencquesaing@cbseydler.com	Dr. James Jackson (UK, Ireland)	+49 (0)69 -9 20 54-113 James.Jackson@cbseydler.com
Claudia Jurewecz (Germany, Austria, Switzerland)	+49 (0)69 -9 20 54-106 Claudia.Jurewecz@cbseydler.com	Markus Laifle (Sales Execution)	+49 (0)69 -9 20 54-120 Markus.Laifle@cbseydler.com
Angela Leser (Germany, Austria, Switzerland)	+49 (0)69 -9 20 54-111 Angela.Leser@cbseydler.com	Enikö-Sofia Matyas (Germany, France)	+49 (0)69 -9 20 54-115 Enikoe-Sofia.Matyas@cbseydler.com
Carsten Pfersdorf (Sales Execution)	+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 (Switzerland)	+49 (0)69 -9 20 54-110 Christopher.Seedorf@cbseydler.com	Bas-Jan Walhof (Benelux, Scandinavia)	+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 (nachstehend „CBSR“) 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:
CBSR 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%.

Das Ratingsystem ist nur eine Orientierung. Demzufolge kann es zu Abweichungen von diesem System kommen.

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

Datum	Rating	Aktienkurs zum Zeitpunkt der Analyse	Kursziel
8. August 2014	KAUFEN	EUR 13,37	EUR 15,50
9. Mai 2014	KAUFEN	EUR 13,12	EUR 15,50
1. April 2014	KAUFEN	EUR 13,37	EUR 16,00

17. März 2014	KAUFEN	EUR 13,40	EUR 16,00
3. Januar 2014	KAUFEN	EUR 14,51	EUR 19,00
20. Dezember 2013	KAUFEN	EUR 13,31	EUR 18,00
10. Dezember 2013	KAUFEN	EUR 14,31	EUR 19,00
11. November 2013	KAUFEN	EUR 17,03	EUR 23,00
12. August 2013	KAUFEN	EUR 16,50	EUR 23,00

Risikoskalierung:
CBSR 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 Konjunktureinschätzungen 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 Wertpapiergesetztes 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

Marie-Curie-Str. 24-28
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