

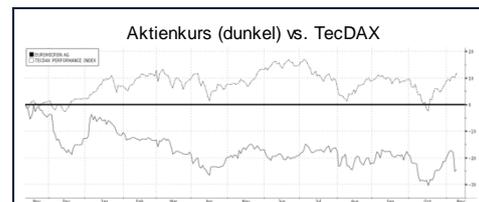
Empfehlung: **KAUFEN** (KAUFEN) Risiko: **MITTEL** (MITTEL) Kursziel: **EUR 15,50** (15,50)

11. November 2014

Q3 im Rahmen unserer Erwartungen

...aber die Marktreaktion zeigte Enttäuschung

- In Q3 steigerte euromicron den **Umsatz** von 80,2 Mio. EUR im Vorjahr auf **84,4 Mio. EUR (+5,2%)** und lag damit im Rahmen unserer Erwartungen.
- Das **EBITDA** belief sich in Q3 2014 auf 4,7 Mio. EUR (Q3 2013: 4,6 Mio. EUR) bzw. in 9M 2014 auf 15,2 Mio. EUR (9M 2013: 18,0 Mio. EUR). In Q3 2014 lag die EBITDA-Marge bei 5,6% (Q3 2013: 5,8%) und in 9M 2014 bei 6,2% (9M 2013: 7,7%). Sie befand sich in 9M daher innerhalb des von euromicron anvisierten Guidance-Korridors für das Gesamtjahr von 6% bis 8%. Unsere Margenschätzung für das GJ 2014 lautet 6,4% vom Umsatz. Das **EBIT** lag aufgrund gesteigener Abschreibungen mit 2,2 Mio. EUR in Q3 2014 leicht unter dem Vorjahresniveau von 2,5 Mio. EUR und in 9M 2014 mit 7,7 Mio. EUR (inkl. Integrations- und Strukturkosten von rund 3,6 Mio. EUR) deutlich unter dem Vorjahresniveau von 11,7 Mio. EUR. Auch hinsichtlich der Margen- und Gewinnentwicklung **lag euromicron damit noch im Rahmen unserer Gesamtjahresschätzungen, die allerdings recht nahe am unteren Rand der (von euromicron erneut bestätigten) Guidance liegen.** Weitere Ergebniszahlen für Q3 und 9M 2014 sind der Tabelle auf Seite 2 zu entnehmen.
- Der **Auftragseingang** lag in Q3 2014 mit 86,4 Mio. EUR unter dem Vorjahreswert von 94,4 Mio. EUR, war in 9M jedoch mit 250,5 Mio. EUR noch über dem Niveau in 9M 2013 (249,2 Mio. EUR). Der **Auftragsbestand** betrug zum Quartalsende 130,4 (V.j.: 141,1) Mio. EUR. Wir lassen unsere Umsatz- und Gewinnschätzungen für das Gesamtjahr unverändert. Gewisse Risiken (mögliche Umsatzausfälle) könnten sich für euromicron aus dem Russland-Embargo ergeben. Zurzeit nehmen wir jedoch nicht an, dass die Auswirkungen daraus unsere Prognosen gefährden werden.
- Im Oktober 2014 hat die euromicron ein **Schuldscheindarlehen** über einen Nominalbetrag von 20,0 Mio. EUR erfolgreich platziert. Hierdurch wird die Ziel-Finanzierungsstruktur aus ca. 50% planbarer Mittel- und Langfrist-Finanzierung und ca. 50% Kurzfrist-Finanzierung für das operative Geschäft nahezu wieder erreicht.
- Anlässlich der Quartalszahlen musste die Aktie einen Kurseinbruch hinnehmen. Auf dem aktuellen Niveau bekräftigen wir unsere **Kaufempfehlung, bei einem unveränderten Kursziel von 15,50 EUR.**



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

Aktienkennwerte:

Aktienkurs (letzter Schlusskurs, EUR):	12,43
Anzahl Aktien (Mio.):	7,2
Marktkapitalisierung (EUR Mio.):	89,2
Unternehmenswert (EV) (EUR Mio.):*	173,3
Ø tägliches Handelsvolumen (6 Mo., Stk.)	11.284

*inkl. Pensionsverpflicht. + geschätztem Marktwert d. 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):	16,89
52 Wochen Tief (EUR):	11,16
Absolute Performance (12 Monate):	-4,0%
Relative Performance vs. TecDAX:	
1 Monat	-4,3%
3 Monate	-8,5%
6 Monate	-11,5%
12 Monate	-32,4%

Aktionärsstruktur:

Institutionelle Anleger:	10,5%
Nicht identifizierte Anleger (Nominees):	25,8%
Private Anleger:	63,8%

Finanzkalender:

Deutsches Eigenkapitalforum:	26. November 2014
Geschäftsbericht 2014:	27. März 2015

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 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	10,1%	7,6%	4,4%	6,4%	7,5%	8,5%
EBIT-Marge	7,9%	5,2%	1,7%	3,3%	4,5%	5,6%
EV/EBIT	7,2	10,1	31,5	15,1	10,4	7,9
KGV	5,4	9,7	n.m.	17,9	10,2	7,0

Quelle: CBS Research AG, euromicron AG

Quartalsvergleich gegenüber Vorjahr

IFRS	in Mio. EUR	Q3 2014	Q3 2013	+/-	9M 2014	9M 2013	+/-
Umsatzerlöse		84,4	80,2	5,2%	246,6	233,3	5,7%
- davon Deutschland		69,5	69,8	-0,4%	209,0	206,9	1,0%
Deutschland-Anteil am Gesamtumsatz		82,4%	87,0%		84,7%	88,7%	
Gesamtleistung		86,1	80,8	6,5%	252,4	237,2	6,4%
Rohertrag		40,3	39,2	2,8%	121,7	118,1	3,1%
in % der Gesamtleistung		46,9%	48,5%		48,2%	49,8%	
EBITDA		4,7	4,6	1,6%	15,2	18,0	-15,7%
in % vom Umsatz		5,6%	5,8%		6,2%	7,7%	
EBIT		2,2	2,5	-9,3%	7,7	11,7	-33,7%
in % vom Umsatz		2,6%	3,1%		3,1%	5,0%	
Operatives EBIT vor Einmalaufwend.		3,6	4,5	-20,3%	12,6	16,6	-23,8%
in % vom Umsatz		4,3%	5,6%		5,1%	7,1%	
EBT		1,3	1,4	-4,4%	5,0	8,7	-42,6%
in % vom Umsatz		1,5%	1,7%		2,0%	3,7%	
Nettoergebnis nach Minderheitsanteilen		0,9	0,9	-3,4%	3,3	5,9	-44,2%
in % vom Umsatz		1,0%	1,1%		1,3%	2,5%	
Ergebnis je Aktie (EUR)		0,12	0,13	-7,7%	0,46	0,89	-48,3%
Cashflow aus lfd. Geschäftstätigkeit		-5,5	-17,0	n/m	-41,8	-10,9	n/m
- dito, bereinigt um Factoring-Effekte		-10,8	-35,1	n/m	-11,9	-15,3	n/m
Free Cash Flow (vor gezahlten Zinsen)		-5,5	-16,5		-51,8	-14,1	
Auftragseingang		86,4	94,4	-8,5%	250,5	249,2	0,5%
Auftragsbestand am Periodenende		130,4	141,1	-7,6%			

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
Aktivierete 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%
in % des Umsatzes			12,1%	10,1%	7,6%	4,4%	6,4%	7,5%	8,5%
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%	47,8%	47,0%	45,1%
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	166,6	169,7	180,7
in % der Bilanzsumme			44,1%	47,8%	48,4%	52,8%	52,2%	53,0%	54,9%
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
Übrige kfr. Forderungen und sonstige 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	28,4	21,2	23,4
Summe Aktiva			196,2	265,2	283,9	328,9	319,4	320,0	329,0
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%	40,0%	42,2%	44,0%
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	68,5	66,3	64,0
in % der Bilanzsumme			13,0%	17,3%	20,3%	16,2%	21,4%	20,7%	19,5%
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	55,0	55,1	55,1
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	123,1	118,6	120,1
in % der Bilanzsumme			41,5%	37,4%	37,8%	46,5%	38,6%	37,0%	36,5%
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	20,2	12,7	10,2
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	319,4	320,0	329,0

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
Aufnahme/Tilgung von Finanzverbindlichkeiten inkl. Begebung von Schuldscheindarlehen		-8,3	0,7	12,2	-5,4	1,8	-10,0	-5,0
Ausschüttungen an/ Entnahmen von Minderheitsgesellschaftern und deren Gewinnanteile		-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	1,5	-12,1	-8,8
Veränderung des Finanzmittelbestandes		-0,1	-1,3	-1,9	33,4	-10,4	-7,2	2,1
Finanzmittelbestand zu Beginn der Periode		8,6	8,6	7,3	5,4	38,8	28,4	21,2
Finanzmittelbestand zum Ende der Periode		8,6	7,3	5,4	38,8	28,4	21,2	23,4

Quelle: CBS Research AG, euromicron 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
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
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



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	Carsten Pfersdorf (Head of Sales Execution)	+49 (0)69 -9 20 54-168 Carsten.Pfersdorf@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	Enikő-Sofia Matyas (Germany, France)	+49 (0)69 -9 20 54-115 Enikoe-Sofia.Matyas@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
11. November 2014	KAUFEN	EUR 12,43	EUR 15,50
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

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 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

Marie-Curie-Str. 24-28
60439 Frankfurt

Close Brothers Seydler
Research AG

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