



Researchstudie (Anno)



**Integration und Konsolidierung belasteten im Rahmen
Agenda 500 das Ergebnis – Für 2014 und Folgejahre sind
wieder steigende EBIT-Margen erwartet**

Kursziel: 21,50 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 18**

euromicron AG^{*5}

Kaufen

Kursziel: 21,50 €

aktueller Kurs: 12,60 €

8.4.2014 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1K0300

WKN: A1K030

Börsenkürzel: EUCA

Aktienanzahl³: 7,720

Marketcap³: 97,27

EnterpriseValue³: 167,37

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 86,1 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

EQUINET AG

Analysten:

Philipp Leibold

leibold@gbc-ag.de

Felix Gode

gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 19

Unternehmensprofil

Branche: Technologie

Fokus: Netzwerk- und Lichtleiterwellentechnologie

Mitarbeiter: 1741 Stand: 31.12.2013

Gründung: 1998

Firmensitz: Frankfurt am Main

Vorstand: Dr. Willibald Späth, Thomas Hoffmann



Die euromicron AG ist ein Komplett-Lösungsanbieter für Kommunikations-, Übertragungs-, Daten- und Sicherheitsnetzwerke. Die Netzwerk-Infrastrukturen von euromicron integrieren Sprach-, Bild- und Datenübertragungen drahtlos, über Kupferkabel und mittels Glasfasertechnologien. Auf diesen Netzwerk-Infrastrukturen baut die euromicron ihre marktführenden Applikationen wie E-Health-, Sicherheits-, Kontroll- oder Überwachungssysteme auf. Die euromicron Gruppe besteht neben der euromicron AG als Muttergesellschaft noch aus weiteren 27 Unternehmen, die in den Konzernabschluss einbezogen werden. Den überwiegenden Teil ihres Umsatzes erzielt die Gruppe in Deutschland. Die Geschäftstätigkeit untergliedert sich in die drei Geschäftsbereiche Projekte & Systeme, Komponenten & Konfektionierung sowie Distribution & Dienstleistung.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014e	31.12.2015e
Umsatz	330,03	329,37	348,00	375,00
EBITDA	25,03	14,41	21,56	28,80
EBIT	17,08	5,51	12,66	20,20
Jahresüberschuss	8,57	-0,89	6,00	11,18

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	1,29	-0,12	0,78	1,45
Dividende je Aktie	0,30	0,00	0,25	0,60

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,54	0,51	0,48	0,45
EV/EBITDA	7,09	11,61	7,76	5,81
EV/EBIT	10,39	30,38	13,22	8,29
KGv	11,35	neg.	16,21	8,70
KBV		0,79		

Finanztermine

09.05.2014: Veröffentlichung Q1-Bericht

15.05.2014: Hauptversammlung

08.08.2014: Veröffentlichung HJ-Bericht

07.11.2014: Q3-Zahlen

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

13.8.2013: RS / 26,50 / KAUFEN

17.7.2013: RG / 25,50 / KAUFEN

15.4.2013: RS / 25,50 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Der Umsatz lag im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 aufgrund von Auftragsverschiebungen mit rund 330 Mio. € nur auf Vorjahresniveau und unterhalb unserer Erwartungen. Das operative Ergebnis wurde in 2013 maßgeblich durch Integrations- und Konsolidierungsmaßnahmen im Rahmen der Agenda 500 belastet. Die Aufwendungen für die Integrationsmaßnahmen sowie aus Projektbewertungen beliefen sich in 2013 auf über 10 Mio. €.
- Sehr erfreulich entwickelte sich hingegen der operative Cash Flow. Dieser belief sich in 2013 auf knapp 40 Mio. €. Hier gilt es jedoch zu berücksichtigen, dass der operative Cash Flow durch zwei Effekte (Factoring sowie noch zu zahlende Kaufpreise) maßgeblich positiv beeinflusst wurde. Zudem wurde die Eigenkapitalposition dank einer Kapitalerhöhung im Dezember 2013 gestärkt.
- Für das laufende Geschäftsjahr 2014 rechnen wir mit einem Umsatzwachstum von rund 11 % auf dann 348,0 Mio. €. Neben den beiden Akquisitionen sollten sich hier auch verschobene Aufträge aus dem Vorjahr positiv auf der Umsatzseite auswirken. Nach Unternehmensangaben haben sich die ersten Monate des laufenden Geschäftsjahres 2014 bereits erfreulich entwickelt. In 2014 sollten noch weitere Integrationskosten anfallen, jedoch nicht mehr in der Größenordnung des Vorjahres. Insbesondere im Segment Süd erwarten wir für 2014 eine deutliche Ergebnisverbesserung.
- In den kommenden Jahren erwarten wir eine kontinuierliche Verbesserung der Margensituation. Größere Akquisitionen haben wir im Rahmen der Schätzungen dabei nicht berücksichtigt. Die erwartete EBIT-Marge sollte von 3,6 % in 2014 auf 6,8 % in 2016 stetig ansteigen. Auf Basis unseres DCF-Modells ist die Aktie der euromicron AG klar unterbewertet und die erwartete Ergebnisverbesserung reflektiert sich nach unserer Ansicht nicht im derzeitigen Aktienkurs. Das Kursziel sehen wir bei 21,50 € und damit bestätigen wir das Rating Kaufen.

INHALTSVERZEICHNIS

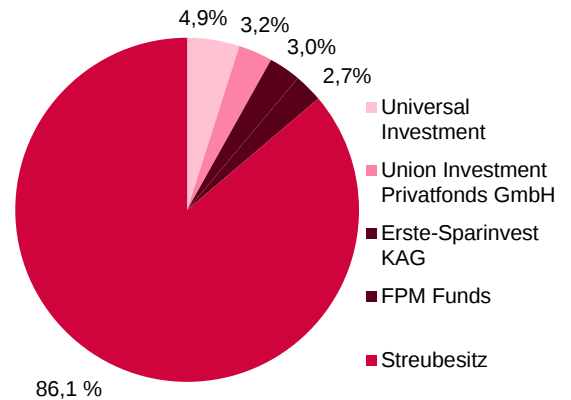
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Gruppe	4
Markt und Marktumfeld	5
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	7
Kennzahlen im Überblick	7
Geschäftsentwicklung 2013	8
Umsatzentwicklung	8
Ergebnisentwicklung	10
Bilanzielle und finanzielle Situation	12
SWOT-Analyse	13
Prognose und Modellannahmen	14
Umsatzprognosen	14
Ergebnisprognosen	15
Bewertung	16
Modellannahmen	16
Bestimmung der Kapitalkosten	16
Bewertungsergebnis	16
DCF-Modell.....	17
Anhang	18

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	30.03.2014
Universal Investment	4,9 %
Union Investment Privatfonds GmbH	3,2 %
Erste-Sparinvest KAG	3,0 %
FPM Funds	2,7 %
Streubesitz	86,1 %

Quelle: comdirect; GBC AG



Gruppe

KONSOLIDIERUNGSEBENE

euromicron KONZERN

SEGMENTEBENE

euromicron NORD

inkl. Polen und Frankreich

euromicron SÜD

inkl. Österreich und Italien

euromicron WAN services

KOMPETENZBEREICHE / OPERATIVE FÄHIGKEITEN / KNOW-HOW

KOMPETENZEBENE

► Entwicklung und Herstellung von Komponenten und Produktgruppen

► Planung, Design und Integration von Systemen und Lösungen

► Beratung, Distribution, Sourcing und Netzwerkservices

PRODUKTE UND DIENSTLEISTUNGEN

PRODUKT- UND DIENSTLEISTUNGSEBENE

► Optische und hybride Verbinder, Konfektionierungen, Switches und Kabelsysteme
 ► Vernetzte Arbeitsplatzsysteme, Prüf- und Testeinrichtungen
 ► Leitstände, Monitoring Stations
 ► Individuelle Produktlösungen
 ► TDM-, IP- und MPLS-Systeme
 ► Kabel- und Funksysteme
 ► Softwarebasierte Netzwerk-, Anlagen-, Infrastruktur- und Sicherheitsmanagementlösungen

► Sprach-, Daten- und Videokommunikation, konvergierende Systeme
 ► Komplettlösungen für vernetztes Arbeiten und Übertragungsnetze
 ► Optische, drahtgebundene und drahtlose Netzwerke
 ► Analyse, Planung, Implementierung, Wartung, Service und Betrieb

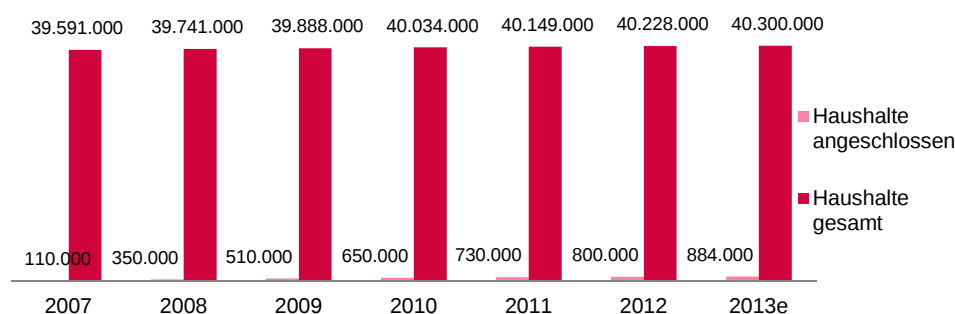
► Aktive und passive Netzwerk-komponenten aus dem weltweiten Angebot
 ► Verkabelungssysteme mit bester Performance
 ► Beratung, Training, Netzwerk-analyse und Services
 ► Kunden- und projektspezifisches Ersatzteilmanagement und Logistik
 ► Bundesweite Service- und Projektmanagement-Kapazität für komplexe Systeme

MARKT UND MARKTUMFELD

Mit ihrem breiten Produktportfolio deckt die euromicron AG unter anderem die Nachfrage auf den Märkten für Übertragungstechnik, Informations- und Telekommunikationstechnologie sowie der Transport- und Bahnindustrie ab. Dabei kann der Konzern vor allem von der zunehmenden Vernetzung der privaten Haushalte und dem Ausbau der Datenversorgung über Glasfaserkabel profitieren.

Aufgrund der steigenden Vernetzung von elektronischen Geräten wird sich das Datenvolumen laut des US-Telekommunikationsausrüsters Cisco bis zum Jahr 2020 weltweit mehr als verzehnfachen. Um den wachsenden Anforderungen der immer größer werdenden Datenvolumina gerecht zu werden, will die Deutsche Telekom bis zum Jahr 2016 rund 6 Mrd. € in die Modernisierung der bestehenden Fest- und Mobilfunknetze sowie deren weiteren Ausbau investieren. Der Ausbau des Telekommunikationsnetzwerkes durch die Deutsche Telekom dürfte demnach auch der euromicron AG zu Gute kommen. Diese kann innerhalb der breiten Kundenbasis auch die Deutsche Telekom zu ihren Kunden zählen. Vor allem der Ausbau der Datenversorgung über Glasfaserkabel wird in den kommenden Jahren deutlich zunehmen, da in diesem Bereich erheblicher Nachholbedarf besteht. Die nachfolgende Grafik zeigt die bisherige Entwicklung der durch Glasfaserkabel angeschlossenen Haushalte in Deutschland.

Anzahl der mit Glasfaserkabel angeschlossenen Haushalte in Deutschland



Quelle: VATM; Dialog Consult; GBC AG

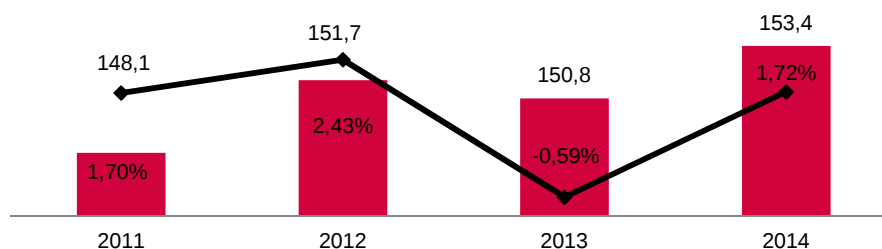
Wie aus der Grafik ersichtlich ist und auch die Branchenorganisation für Netzwerkausrüster, FTTH Council Europe, verlauten lässt, hinkt Deutschland beim Ausbau der Internetversorgung über Glasfaserkabel im Europäischen Vergleich deutlich hinterher. Laut Statista.de waren im Jahr 2012 von allen 40,2 Millionen existierenden privaten deutschen Haushalten nur rund zwei Prozent über Glasfaserkabel an das Netzwerk und eine entsprechende Datenversorgung angeschlossen. Diese Zahl liegt weit unter dem ausgegebenen Ziel der Bundesregierung. Im Zuge der Veröffentlichung der Breitbandstrategie im Februar 2009, lautete dies nämlich, dass Ende 2014 rund 75 % der Haushalte über Anschlüsse mit einer Übertragungsrate von mindestens 50 Megabit pro Sekunde an das Netzwerk angeschlossen sein sollen. Um eine entsprechende Quote erreichen zu können, besteht demnach ein erheblicher Aufholbedarf.

Ähnlich ambitioniert wie die Ziele der Bundesregierung sind die Pläne der einzelnen Mobilfunkversorger. Das Ziel der Deutschen Telekom lautet beispielsweise, dass sich die Anzahl der VDSL-Anschlüsse, demnach eine Übertragungsrate von 50 bis 100 Megabit pro Sekunde (MBit/s) von 12 Millionen aus dem Jahr 2014 auf 24 Millionen im Jahr 2016 verdoppeln soll. Dieses Ziel setzt einen kontinuierlichen Ausbau des bestehenden Breitbandnetzwerkes und weitere Investitionen voraus. Im Zuge des Breitbandausbaus tauscht die Telekom die bestehenden Leitungen und Kupferkabel aus und ersetzt diese

durch neue hochleistungsfähige Glasfaserkabel. Über die Tochtergesellschaft euromicron solutions GmbH besteht für die euromicron AG die Möglichkeit, auch in Zukunft in diesem Bereich wichtige Angebotsausschreibungen für sich zu gewinnen und entsprechende Aufträge generieren zu können. Mit dem Geschäftsbereich Mobile Solutions deckt die euromicron AG zusätzlich den Markt für smarte Versorgungslösungen wie GSM, UMTS oder LTE ab. Laut dem Branchenverband BITKOM ist eine Datenversorgung der Endkunden ausschließlich über Glasfaserkabel zeitnah nicht umsetzbar. Laut BITKOM erfordert eine umsetzbare und tragfähige Versorgungslösung den Einsatz und die Kombination von allen verfügbaren Technologien wie DSL, VDSL und Mobilfunktechnologien wie LTE. Um eine entsprechende Versorgung auch im Bereich des Mobilfunks gewährleisten zu können, sollen demnach in den LTE-Ausbau innerhalb der nächsten zwei Jahre rund acht bis zehn Milliarden Euro fließen.

Der technologieübergreifende Ausbau der Internetversorgung wird daher in Zukunft für weiteres Wachstum innerhalb der Informations- und Telekommunikationsbranche führen. Dabei prognostiziert der Bundesverband Informationswirtschaft, Telekommunikation und Neue-Medien e.V., BITKOM, ein positives Wachstum für die Branche und das Jahr 2014 von rund 1,7 %. Im Bereich der Telekommunikationsinfrastruktur wird sogar mit einem Wachstum von 3,0 % für das Jahr 2014 gerechnet. Die folgende Grafik zeigt den Verlauf des Marktvolumens der ITK-Branche und das entsprechende Wachstum innerhalb der letzten drei Jahre.

Entwicklung des ITK-Marktes innerhalb Deutschlands seit 2011



Quelle: BITKOM, GBC AG

Neben dem Ausbau der Breitbandversorgung und der Mobilfunknetzwerke dürfte die Modernisierung der Bahnhöfe durch die Deutsche Bahn AG für zusätzliche Aufträge bei der euromicron AG sorgen. Innerhalb Deutschlands befanden sich im Jahr 2012 rund 5.645 Bahnhöfe im Besitz der Deutschen Bahn AG. In den Jahren 2009 bis 2011 wurden bereits rund 326 Mio. € in die Modernisierung und den Ausbau dieser bestehenden Bahnhöfe investiert und eingesetzt. Für den zukünftigen Ausbau und die Instandhaltung der Bauten wird der jährliche Investitionsrahmen der Deutschen Bahn AG für die nächsten Jahre auf 100 Millionen Euro jährlich dotiert. Über die Tochtergesellschaft der euromicron AG, die telent GmbH, sollte die Gesellschaft von den durchzuführenden Modernisierungs- und Investitionsmaßnahmen profitieren können.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2011	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014e	GJ 2015e
Umsatzerlöse	305,31	330,03	329,37	348,00	375,00
Bestandsveränderungen	-7,44	-5,85	-0,70	0,00	0,00
aktivierte Eigenleistungen	1,95	5,61	3,13	2,00	2,20
sonst. betriebl. Erträge	2,72	2,80	1,90	2,50	2,80
Materialkosten	-159,62	-171,00	-176,44	-184,44	-195,00
Rohertrag	142,92	161,58	157,27	168,06	185,00
Personalkosten	-76,93	-93,59	-99,18	-103,00	-110,20
Abschreibungen	-6,56	-7,94	-8,90	-8,90	-8,60
sonst. betriebl. Aufw.	-35,26	-42,97	-43,68	-43,50	-46,00
EBIT	24,16	17,08	5,51	12,66	20,20
Finanzergebnis	-6,36	-4,86	-3,81	-3,80	-3,80
EBT	17,80	12,23	1,70	8,86	16,40
Steuern	-4,95	-3,40	-2,47	-2,66	-4,92
Ergebnis vor Anteilen	12,85	8,83	-0,76	6,20	11,48
Minderheitenanteile	-0,67	-0,26	-0,12	-0,20	-0,30
Jahresüberschuss	12,18	8,57	-0,89	6,00	11,18

EBITDA	30,73	25,03	14,41	21,56	28,80
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>10,1%</i>	<i>7,6%</i>	<i>4,4%</i>	<i>6,2%</i>	<i>7,7%</i>
EBIT	24,16	17,08	5,51	12,66	20,20
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>7,9%</i>	<i>5,2%</i>	<i>1,7%</i>	<i>3,6%</i>	<i>5,4%</i>
Ergebnis je Aktie in €	1,83	1,29	-0,12	0,78	1,45
Dividende je Aktie in €	1,15	0,30	0,00	0,25	0,60
Aktienzahl in Mio. Stück	6,66	6,66	7,72	7,72	7,72

Geschäftsentwicklung 2013

GuV (in Mio. €)	GJ 2012	Δ zum VJ	GJ 2013
Umsatzerlöse	330,03	-0,2%	329,37
EBITDA	25,03	-42,4%	14,41
EBITDA-Marge	7,6%		4,4%
EBIT	17,08	-67,7%	5,51
EBIT-Marge	5,2%		1,7%
Jahresüberschuss	8,57	-110,4%	-0,89
EPS in €	1,29	-109,0%	-0,12

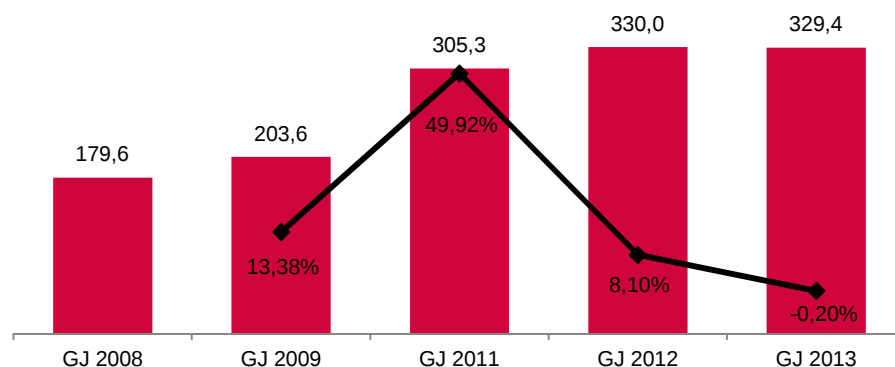
Quelle: euromicron AG; GBC AG

Umsatzentwicklung – Umsatz aufgrund von Projektverschiebungen auf Vorjahresniveau

Die euromicron AG erzielte auf Konzernebene im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 Umsatzerlöse von 329,37 Mio. € und lag damit annähernd auf Vorjahresniveau. Damit lagen die Umsatzzahlen jedoch sowohl unter unseren als auch unter den firmeninternen Prognosen. Im Dezember 2013 musste die euromicron AG daher eine überraschende Anpassung der Umsatzprognose auf 320 Mio. € vornehmen, welche jedoch nach Vorlage der endgültigen Zahlen übertroffen werden konnte.

Der mittelfristige Wachstumstrend ist nach unserer Einschätzung unverändert intakt. Auch vor diesem Hintergrund sehen wir die euromicron AG weiterhin auf dem richtigen Weg die Agenda 500 bis 2015 und 2016 erfolgreich umsetzen zu können. Trotz der lediglich stabilen Umsatzentwicklung lässt sich festhalten, dass im Geschäftsjahr 2013 wichtige Weichen hinsichtlich der Integration und der Neuausrichtung gestellt wurden, um das strategische Ziel Agenda 500 zu erreichen.

Umsatzentwicklung (in Mio. €)

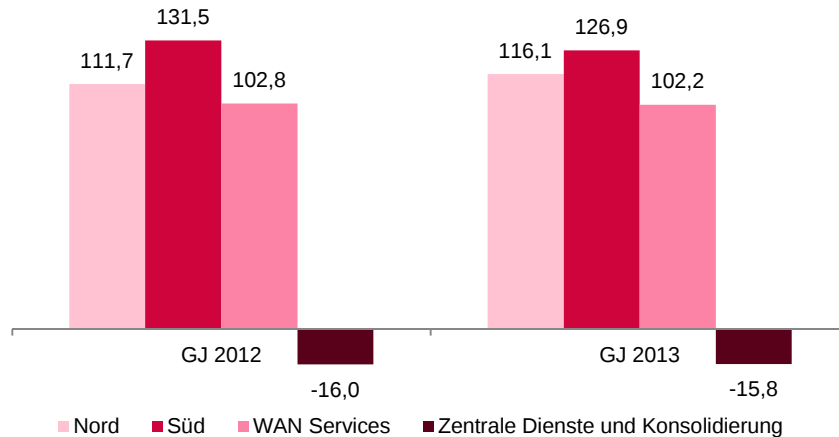


Quelle: euromicron AG; GBC AG

Der unter den Erwartungen liegende Umsatz in 2013 erklärt sich vornehmlich durch eine schwächere operative Entwicklung der Tochterunternehmen in den beiden Bereichen **Components** (Entwicklung und Herstellung von Komponenten und Produkten) und **Networks** (Planung, Design und Integration von Systemen). Hier führten sowohl Verschiebungen von bereits beauftragten Projekten in die kommenden Quartale als auch nicht gewonnene Projekte letztendlich zu einer Verfehlung der Umsatzprognose. Nach unserer Einschätzung sollte dies mit rund 10 Mio. € die Herstellerbetriebe und mit rund 15 Mio. € die Systemhäuser des Konzernverbunds betroffen haben.

Ein Blick auf die nachstehende Grafik zeigt die Umsatzverteilung nach den verschiedenen Segmenten.

Umsatzentwicklung nach Segmenten (in Mio. €)

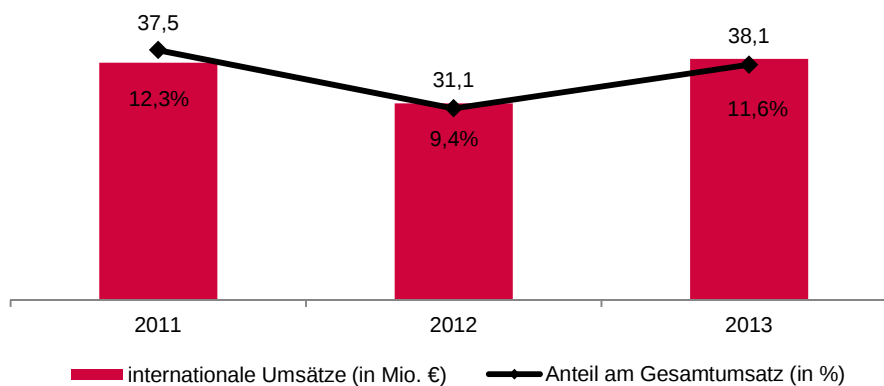


Quelle: euromicron AG; GBC AG

Im größten Segment Süd musste ein Umsatzrückgang von 131,5 Mio. € in 2012 auf nun 126,9 Mio. € in 2013 verzeichnet werden. Die Umsatzentwicklung wurde dabei nicht unwesentlich durch eine Reihe von verschiedenen Personalab- und umbaumaßnahmen beeinträchtigt. Auch die Tochtergesellschaft telent, welche neben der RSR Datacom dem Segment WAN Services zuzuordnen ist, konnte das geplante Wachstum auch infolge von politischen Unsicherheiten in den Bereichen Energie und Telekommunikation nicht realisieren. Hier lag der Umsatz mit 102,2 Mio. € auf Vorjahresniveau.

Eine deutliche Steigerung konnte hingegen bei den Umsätzen im Ausland erzielt werden. Die internationalen Umsätze erhöhten sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 auf 38,1 Mio. €, was einem Anteil am Gesamtumsatz von knapp 12 % entspricht. Hierfür mitverantwortlich war auch die Akquisition der Procom im vergangenen Jahr.

Internationale Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: euromicron AG; GBC AG

Laut Geschäftsbericht 2013 erzielte der euromicron-Konzern einen Umsatz in Höhe von rund 36 Mio. € mit dem größtem Kunden. Nach unserer Ansicht dürfte es sich dabei um den Kunden Deutsche Bahn handeln. Weitere wichtige Kunden dürften unter anderem Deutsche Telekom, Colt und Toll Collect sein.

Ergebnisentwicklung – Integrationsmaßnahmen belasten das Ergebnis

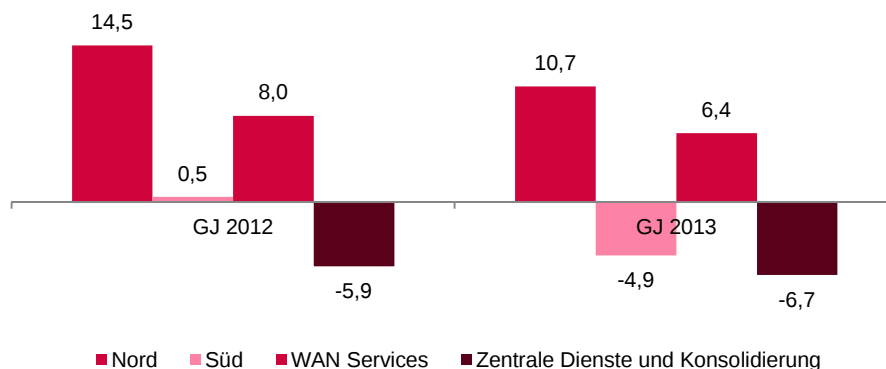
Der Rohertrag reduzierte sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 überproportional auf 157,27 Mio. €, gegenüber 161,58 Mio. € im Vorjahreszeitraum. Ein gewichtiger Grund für den Rückgang sind Sondereffekte aus Projektbewertungen von fast 5 Mio. €, welche sich zum größten Teil in den Materialaufwendungen wiederfinden. Ursächlich hierfür ist unter anderem eine höhere Mitarbeiterfluktuation, insbesondere im Segment Süd, welche zur Folge hatte, dass einige Projekte mit Verlusten abgeschlossen werden mussten. Gegenläufig wirkte es sich positiv auf die Rohertragsmarge aus, dass erste Synergieeffekte aus dem neu eingerichteten Zentraleinkauf erzielt werden konnten.

Des Weiteren ist der rückläufige Rohertrag auf geringere aktivierte Eigenleistungen (2013: 3,1 Mio. € vs. 5,6 Mio. €) sowie um niedrigere sonstige betriebliche Erträge von knapp 1 Mio. € zurückzuführen. Im Vorjahr entwickelten die Herstellerbetriebe, wie MICROSENS, ELABO oder euromicron Werkzeuge, eine Reihe von neuen Produkten, was die höheren aktivierten Eigenleistungen zur Folge hatte.

Die Personalaufwendungen erhöhten sich im Berichtszeitraum 2013 überproportional auf 99,18 Mio. €, nach 93,59 Mio. € im Vorjahr. Dies erklärt sich zum einen durch Konsolidierungseffekte. Im Vorjahr wurde die RSR Datacom sowie die Stark- und Schwachstrommontage noch nicht volljährig konsolidiert. Die Anzahl der Mitarbeiter erhöhte sich auf 1.741 per Ende Dezember 2013 (VJ: 1.699). Hier gilt es zu berücksichtigen, dass rund 80 neue Mitarbeiter durch Übernahme der ATECS und der SIM hinzukamen. Per Saldo ergibt sich ein Personalabbau von rund 40 Mitarbeitern. In diesem Zusammenhang fielen auch einmalige Aufwendungen im Rahmen der Restrukturierung an. Insgesamt beziffert das Unternehmen den Integrationsaufwand auf rund 5,5 Mio. € (VJ: ~ 4,4 Mio. €), der im Wesentlichen im Personalaufwand enthalten ist. Darüber hinaus wurden neue Mitarbeiter im Zuge des Aufbaus der euromicron networks und der Competence Center eingestellt.

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) belief sich auf rund 14,41 Mio. €. Damit konnten unsere Erwartungen nicht erfüllt werden. Wie bereits erwähnt beliefen sich die Sonderaufwendungen im Zusammenhang mit Integrationsmaßnahmen sowie mit Projektbewertungen auf über 10 Mio. €. Zusätzlich waren die Kostenbudgets auf ein höheres Wachstum ausgelegt, so dass die Verfehlung der Umsatzplanung hier ebenfalls belastete. Die Abschreibungen erhöhten sich in 2013 hauptsächlich aufgrund gestiegener aktivierter Eigenleistungen um rund 1,1 Mio. € auf 4,6 Mio. €.

Entwicklung EBIT nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: euromicron AG; GBC AG

Die vorstehende Grafik zeigt, dass sich die Ergebnisse in allen vier Segmenten rückläufig entwickelt haben. Besonders ausgeprägt war der Rückgang im Segment Süd, in welchem ein Großteil der Sonderaufwendungen anfiel. Hier lag der Verlust in 2013 bei -4,9 Mio. €. Aber auch die schwächere Marge in den Vorjahren ist unserer Ansicht nach ein Beleg für die damals bereits vorhandenen strukturellen Defizite im Bereich Süd.

Das Finanzergebnis hat sich im ablaufenden Geschäftsjahr 2013 deutlich auf -3,81 Mio. €, gegenüber -4,86 Mio. €, verbessert. Der euromicron Konzern verfügt über günstige Refinanzierungsmöglichkeiten bei den Banken. Die Verbindlichkeiten gegenüber den Kreditinstituten zuzüglich eines Industriedarlehens beliefen sich Ende 2013 auf rund 67 Mio. €. Zudem belastete im Vorjahr eine Wertberichtigung auf eine Beteiligung mit rund 0,3 Mio. € das Finanzergebnis.

Die hohe Steuerquote von über 140 % erklärt sich vor allem dadurch, dass auf eine Aktivierung von latenten Steuern verzichtet wurde. Hintergrund ist, dass das Segment Süd im laufenden Geschäftsjahr 2014 lediglich mit einem leicht positiven Ergebnis rechnet, nach dem deutlichen Verlust in 2013. Folglich belief sich der Jahresfehlbetrag in 2013 auf -0,89 Mio. € (VJ: 8,83 Mio. €).

Die Dividendenzahlung wurde aufgrund des angefallenen Jahresfehlbetrags ausgesetzt. Wir gehen in unseren Planungen davon aus, dass für das Geschäftsjahr 2014 die Dividendenzahlung wieder aufgenommen wird.

Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012	GJ 2013
Eigenkapital	119,56	118,52	122,21
EK-Quote (in %)	0,45	0,42	0,37
Operatives Anlagevermögen	33,39	37,29	38,18
Working Capital	53,56	63,35	49,69
Net Debt	62,66	80,22	70,14

Quelle: euromicron AG; GBC AG

Die bilanziellen und finanziellen Relationen der euromicron AG haben sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 nach unserer Einschätzung trotz der unter der Erwartung liegenden Ergebnisse deutlich verbessert. Dies ist neben der durchgeführten Kapitalerhöhung auch auf den sehr erfreulichen operativen Cash Flow sowie auf die geringe Ausschüttungsquote bei der Dividende zurückzuführen.

Die Eigenkapitalquote hat sich per Ende Dezember 2013 auf rund 37 % reduziert, was wir weiterhin als solide erachten. Das Eigenkapital erhöhte sich vor allem dank der Kapitalerhöhung auf rund 122,21 Mio. €. Die im Dezember 2013 durchgeführte Kapitalerhöhung führte zu einem Bruttoemissionserlös von 7,1 Mio. €. Der Platzierungspreis lag bei 13,86 €. Infolge der Kapitalmaßnahme hat sich die ausstehende Aktienanzahl auf 7,176 Mio. Aktien erhöht.

Der Firmenwert in der Bilanz hat sich bedingt durch die Akquisition von ATECS und SIM um rund 7 Mio. € auf 113,53 Mio. € erhöht. Die immateriellen Vermögensgegenstände in Höhe von rund 23,71 Mio. € (VJJ: 21,03 Mio. €) zum 31.12.2013 stehen im engen Zusammenhang mit der Aktivierung von Entwicklungsaufwendungen in den Vorjahren sowie mit im Rahmen der Kaufpreisallokation identifizierten Vermögensgegenständen. Positiv werten wir die rückläufigen aktivierten Eigenleistungen in Höhe von 3,13 Mio. € in 2013 nach 5,61 Mio. € im Vorjahr.

Das Net Working Capital hat sich nach unseren Berechnungen deutlich auf 49,69 Mio. € (VJ: 63,35 Mio. €) reduziert. Diese Verbesserung ist nach unserer Ansicht bereits zu einem Teil auf die eingeleiteten Maßnahmen zur Verbesserung des Working Capital Managements zurückzuführen. Auf der anderen Seite sollten nach unserer Meinung auch stichtagsbezogene Effekte hinsichtlich des Fakturierungszeitpunkts eine Rolle gespielt haben.

Der operative Cash Flow konnte im Berichtszeitraum 2013 signifikant auf 39,43 Mio. € (VJ: 6,96 Mio. €) verbessert werden. Hier gilt es jedoch zu berücksichtigen, dass der operative Cash Flow durch zwei Effekte maßgeblich positiv beeinflusst wurde. So haben sich die liquiden Mittel aufgrund von Factoring um rund 20 Mio. € erhöht. Auf der Passivseite hatte dies einen entsprechenden Anstieg der sonstigen finanziellen Verbindlichkeiten (Weiterzuleitende Kundengelder) zur Folge. Des Weiteren erhöhten sich die Kaufpreisverbindlichkeiten infolge der Übernahme der ATECS und der SIM um rund 10 Mio. €. Ein Großteil des Kaufpreises wird erst im ersten Halbjahr 2014 bezahlt. Diese beiden Positionen haben wir im Rahmen unserer Bilanzanalyse als Net Debt gewertet.

Aber auch bereinigt um diese beiden Sondereffekte lag der operative Cash Flow im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 bei rund 10 Mio. €, was wir als einen Schritt in die richtige Richtung sehen. Die Investitionen (inklusive aktivierte Eigenleistungen) beliefen sich in 2013 auf 6,4 Mio. € (VJ: 10,8 Mio. €) und lagen damit unterhalb des Abschreibungsniveaus von 8,9 Mio. € (VJ: 7,9 Mio. €).

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
• Führender Netzwerkspezialist mit einem flächendeckenden Niederlassungsnetz in Deutschland • Breites Produktportfolio mit den Bereichen Systemhaus, Herstellung und Distribution • Krisenresistentes Geschäftsmodell aufgrund breiter Kundendiversifikation • Gut positioniert im wachsenden Markt für Netzwerkinfrastruktur und Datenkommunikation • Komfortabler Auftragsbestand von fast 130 Mio. € zum Jahresende • Gute Beziehungen zu den Hausbanken und günstige Refinanzierungskonditionen • Guter Track-Record bei Akquisitionen in der Vergangenheit	• Vergleichsweise hoher Goodwill in der Bilanz • Traditionell hoher Ergebnisbeitrag im vierten Quartal führt zu einer Saisonalität des Geschäftsverlaufs • Relativ hohe Nettoverschuldung
Chancen	Risiken
• Durch zunehmende Größe der euromicron-Gruppe könnten sich Vorteile bei Ausschreibungen von Großprojekten ergeben • Größere Akquisitionen können zu einer dynamischeren Umsatz- sowie Ergebnisentwicklung führen bei gleichzeitig günstigen Finanzierungskonditionen • Deutliches Ergebnispotential aus den eingeleiteten Integrations- und Restrukturierungsmaßnahmen • Politische Entscheidungen könnten sich positiv auf das Investitionsverhalten hinsichtlich des Breitbandausbaus auswirken	• Relativ hoher Geschäfts- und Firmenwert birgt Risiko einer Wertberichtigung bei einer sich verschlechternden Ertragskraft • Verzögerungen oder Fehlkalkulationen bei wichtigen Projekten • Zunehmender Preis- und Margendruck im Projektgeschäft bei einer konjunkturellen Abschwächung

Prognose und Modellannahmen

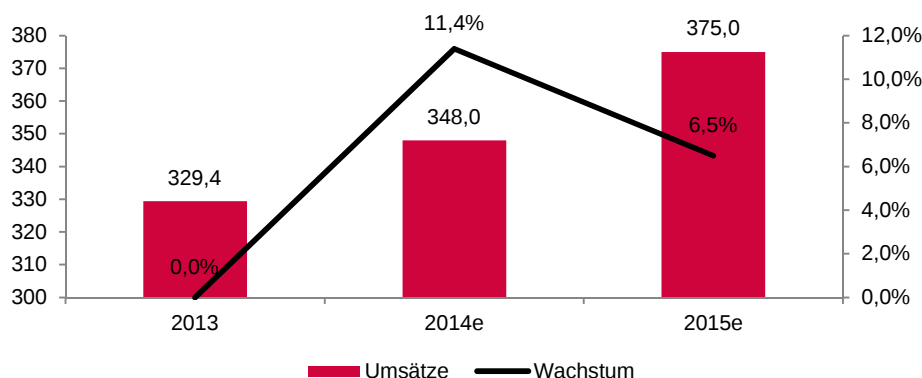
GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014e	GJ 2015e
Umsatzerlöse	329,37	348,00	375,00
EBITDA	14,41	21,56	28,80
EBITDA-Marge	4,4%	6,2%	7,7%
EBIT	5,51	12,66	20,20
EBIT-Marge	1,7%	3,6%	5,4%
Jahresüberschuss	-0,89	6,00	11,18
EPS in €	-0,12	0,78	1,45

Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen – Leichtes organisches Wachstum in 2014 erwartet

Für das laufende Geschäftsjahr 2014 erwarten wir einen Umsatzanstieg von 5,7 % auf 348,0 Mio. €. Das Unternehmen selbst hat für 2014 eine Umsatzspanne von 340 Mio. € bis 360 Mio. € in Aussicht gestellt. Bezogen auf die Segmente stellt sich die Situation gemäß unserer Einschätzung dar. Während wir für die beiden Segmente Süd und Nord von einem Wachstum von rund 6 bis 7 % ausgehen, rechnen für das Segment WAN Services mit Umsätzen auf dem Niveau des Jahres 2013.

Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Der Konzern startete mit einem soliden Auftragsbestand, der leicht über dem Vorjahresniveau liegt, in das laufende Geschäftsjahr 2014. Auf der Bilanzpressekonferenz wurde zudem berichtet, dass sich die Auftragseingänge bei den Tochtergesellschaften in den ersten Monaten erfreulich entwickelt haben. Hierfür sind zum Teil auch die verschobenen Aufträge aus dem letzten Jahr verantwortlich. Folglich rechnen wir bereits mit einem ordentlichen ersten Quartal 2014.

Ein Basiseffekt von über 10 Mio. € ergibt sich durch die Übernahme von ATECS und SIM im Dezember 2013. Diese werden in 2014 volljährig konsolidiert. Den Umsatz der beiden Unternehmen schätzen wir auf rund 12 bis 13 Mio. €.

Im Rahmen der Akquisitionsstrategie können wir uns vorstellen, dass in 2014 noch drei bis vier kleinere Übernahmen getätigt werden. Hier könnte es sich um Unternehmen handeln, die in Nischenmärkten der Netzwerktechnik aktiv sind. Für die Jahre 2015 bis 2016 ist dann eine größere Unternehmensakquisition geplant, welche den Konzern in die im Rahmen der Agenda 500 formulierte Zielumsatzgröße von 500 Mio. € bringt. Bis dahin sollten dann auch alle Integrations- und Konsolidierungsmaßnahmen abgeschlossen sein. Im Rahmen unserer Schätzungen haben wir jedoch keine Akquisitionen berücksichtigt.

Ergebnisprognosen

Die umfangreichen Integrationsmaßnahmen im Rahmen des Transformationsprozesses hin zur Umsetzung der Agenda 500 haben wir in dieser Größenordnung unterschätzt. Aber auch im laufenden Geschäftsjahr 2014 werden Integrationsaufwendungen das operative Ergebnis noch belasten. Jedoch sollten die Sonderaufwendungen nicht mehr die Höhe des Vorjahres erreichen und auch bei den Aufwendungen aus Projektbewertungen erwarten wir in 2014 keine Belastungen mehr.

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) sehen wir im laufenden Geschäftsjahr 2014 bei 21,56 Mio. €, was einer EBITDA-Marge von 6,2 % entspricht. Das Unternehmen hat eine EBITDA-Marge von 6 bis 8 % in Aussicht gestellt.

Hinsichtlich der Segmente erwarten wir, dass die Bereiche Nord und WAN Services in 2014 erneut die größten Ergebnisbeiträge liefern werden. Kumuliert rechnen wir hier für 2014 mit einem EBIT von rund 20 Mio. €. Für den Südbereich werden sich auch in 2014 die Integrationsmaßnahmen fortsetzen. Allerdings sollte das operative Ergebnis aufgrund des geplanten Umsatzwachstums in Verbindung mit den ergriffenen Kosteneinsparungen wieder leicht positiv ausfallen. Dies bedeutet eine erhebliche Verbesserung gegenüber dem Vorjahr (EBIT 2013: -4,9 Mio. €). Hierzu beitragen sollten auch die beiden profitablen Unternehmen ATECS und SIM.

Für den Konzern erwarten wir für 2014 ein EBIT von 12,66 Mio. €, respektive eine EBIT-Marge von 3,6 %. Damit ist die euromicron AG noch weit entfernt von der mittelfristig angestrebten Ziel-Marge von 8 bis 11 %. Für die Folgejahre sind wir jedoch überzeugt, dass sich der Konzern mit dem Abschluss der Integration dieser Ziel-Marge schrittweise annähern wird. Hinsichtlich der EBIT-Marge sehen unsere Prognosen eine deutliche Verbesserung auf 5,4 % in 2014 sowie 6,8 % in 2015 vor.

Des Weiteren sollte nach unserer Einschätzung für das Geschäftsjahr 2014 die Dividendenzahlung wieder aufgenommen werden (GBC: 0,25 €) werden. Das Geschäftsjahr 2013 mit der Aussetzung der Dividendenzahlung sollte nach unserer Ansicht eine Ausnahme darstellen.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die euromicron AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2014 und 2015 in Phase 1, erfolgt von 2016 bis 2021 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei haben wir unter konservativen Gesichtspunkten Steigerungen beim Umsatz von 4,0 % angenommen.

Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 9,0 % unterstellt. euromicron AG hat als Ziel eine EBIT-Marge von 8 bis 11 % in 2016 ausgegeben. Wir haben hier unter konservativen Gesichtspunkten einen Abschlag vorgenommen. Bei einer Realisierung dieser Zielsetzungen ergäbe sich ein nicht unerhebliches zusätzliches Kurspotential im Rahmen unseres DCF-Modells.

Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 % sowie eine Steuerquote von 30,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der euromicron AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit 2,00 %.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen. Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,61.

Unter Verwendung der getroffenen Annahmen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten in Höhe von 10,8 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jährigen Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 80 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,4 %.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,4 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2014 entspricht einem Kursziel in Höhe 21,50 €.

Damit haben wir das bisherige Kursziel von 26,50 € infolge der unter der Erwartung liegenden Geschäftsentwicklung reduziert. Zudem führte die im Dezember 2013 durchgeführte Kapitalerhöhung zu einem Verwässerungseffekt.

Ausgehend vom aktuell niedrigen Kursniveau ergibt sich somit ein deutliches Kurspotential von rund 60 % für die Aktie. Die Aktie ist nach unserer Ansicht klar unterbewertet.

DCF-MODELL

euromicron - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Wertetreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	20,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	9,0%	ewige EBITA - Marge	7,1%
AFA zu operativen Anlagevermögen	22,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	15,6%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final
in Mio. EUR	GJ 14e	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	Endwert
Umsatz (US)	348,00	375,00	390,00	405,60	421,82	438,70	456,24	474,49	
US Veränderung	5,7%	7,8%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	9,16	9,62	9,95	10,30	10,66	11,00	11,33	11,63	
EBITDA	21,56	28,80	35,10	36,50	37,96	39,48	41,06	42,70	
EBITDA-Marge	6,2%	7,7%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	
EBITA	12,66	20,20	26,52	27,88	29,30	30,77	32,29	33,85	
EBITA-Marge	3,6%	5,4%	6,8%	6,9%	6,9%	7,0%	7,1%	7,1%	7,1%
Steuern auf EBITA	-3,80	-6,06	-7,96	-8,36	-8,79	-9,23	-9,69	-10,15	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	8,86	14,14	18,56	19,52	20,51	21,54	22,60	23,69	
Kapitalrendite	10,1%	15,2%	18,8%	19,5%	20,0%	20,5%	20,9%	21,3%	21,0%
Working Capital (WC)	55,00	60,00	60,76	63,19	65,72	68,35	71,08	73,93	
WC zu Umsatz	15,8%	16,0%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	
Investitionen in WC	-5,31	-5,00	-0,76	-2,43	-2,53	-2,63	-2,73	-2,84	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	38,00	39,00	39,20	39,39	39,59	39,87	40,26	40,79	
AFA auf OAV	-8,90	-8,60	-8,58	-8,62	-8,67	-8,71	-8,77	-8,86	
AFA zu OAV	23,4%	22,1%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	
Investitionen in OAV	-8,72	-9,60	-8,77	-8,82	-8,86	-8,99	-9,17	-9,38	
Investiertes Kapital	93,00	99,00	99,96	102,58	105,31	108,21	111,35	114,71	
EBITDA	21,56	28,80	35,10	36,50	37,96	39,48	41,06	42,70	
Steuern auf EBITA	-3,80	-6,06	-7,96	-8,36	-8,79	-9,23	-9,69	-10,15	
Investitionen gesamt	-14,03	-14,60	-9,54	-11,25	-11,39	-11,62	-11,90	-12,22	
Investitionen in OAV	-8,72	-9,60	-8,77	-8,82	-8,86	-8,99	-9,17	-9,38	
Investitionen in WC	-5,31	-5,00	-0,76	-2,43	-2,53	-2,63	-2,73	-2,84	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	3,73	8,14	17,61	16,89	17,78	18,64	19,47	20,33	294,66

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	238,86	253,14
Barwert expliziter FCFs	81,60	81,12
Barwert des Continuing Value	157,26	172,02
Nettoschulden (Net debt)	72,52	70,50
Wert des Eigenkapitals	166,34	182,64
Fremde Gewinnanteile	-0,43	-0,47
Wert des Aktienkapitals	165,91	182,17
Ausstehende Aktien in Mio.	7,72	7,72
Fairer Wert der Aktie in EUR	21,50	23,61

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,61
Eigenkapitalkosten	10,8%
Zielgewichtung	80,0%
Fremdkapitalkosten	5,0%
Zielgewichtung	20,0%
Taxshield	28,7%
WACC	9,4%

Kapitalrendite	WACC				
	8,8%	9,1%	9,4%	9,7%	10,0%
20,5%	23,57	22,21	20,96	19,83	18,78
20,7%	23,87	22,49	21,23	20,08	19,02
21,0%	24,17	22,78	21,50	20,33	19,26
21,2%	24,48	23,06	21,77	20,59	19,50
21,5%	24,78	23,35	22,04	20,84	19,74

ANHANG

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de.

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellvertr. Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de