



Unternehmen aktuell

Dienstag, den 01.04.2014

Halten

(vorher: Kaufen vom 08.11.2013)

Branche

Technologie

Kursziel

15,00 EUR

Aktienkennzahlen

Schlusskurs am 31.03.2014 (EUR)	13,37
Anzahl der Aktien (Mio.)	7,2
Marktkapitalisierung (Mio. EUR)	96
Freefloat (%)	100,00

Bewertungskennzahlen

	2014e	2015e
KGV	9,6	6,8
KCV	11,2	6,9
EV/Umsatz	0,3	0,3
EV/EBITDA	4,5	3,6
Dividendenrendite (%)	2,2	2,2

Termine

Zahlen Q1	09.05.2014
Hauptversammlung	14.05.2014

Historische Entwicklung (Schlusskurs)

52-Wochen-Hoch/Tief (EUR) 17,90/13,37

	1M	3M	12M
absolut (%)	-6,3	-6,8	-14,6
relativ gg. (PP)	1M	3M	12M
Prime All Share	-4,7	-6,7	-34,1
Stoxx Europe	-6,7	-6,6	-31,4
600 Technology			



Kürzel

Reuters	EUCG.DE
Bloomberg	EUCA GY
ISIN	DE000A1K0300

Quelle: Independent Research; euromicron; Bloomberg

euromicron

Ersteller: Markus Friebe (Analyst)

Mit den endgültigen Zahlen für das vierte Quartal (Q4) 2013 bestätigte euromicron die Eckdaten vom 13.03., die umsatzseitig unsere Prognose übertrafen hatten und beim EBITDA unsere Erwartung verfehlten. Auf der Ergebnisebene lasteten sowohl in Q4 als auch in 2013 vor allem Sonderfaktoren (hohe Aufwendungen für Integration, Konsolidierung und Neuausrichtung). Nach dem Kernintegrationsjahr 2013 der gegenwärtigen Integrationsphase (2012-2014) will euromicron die Konsolidierung und Restrukturierung des Unternehmens im laufenden Jahr allerdings abschließen. Der bei Bekanntgabe der Eckdaten veröffentlichte Ausblick für 2014, der wieder ein deutliches Umsatz- und Ergebniswachstum erwarten lässt, wurde bestätigt. Laut Unternehmensaussagen sind bereits die ersten beiden Monate des laufenden Geschäftsjahres sehr erfreulich verlaufen. Für die Erreichung der Zielsetzungen sind wir zuversichtlich, dass euromicron es dieses Mal gelingt, diese zu erreichen. Nichtsdestotrotz gehen wir davon aus, dass sich die Erfüllung als herausfordernd darstellen wird. Bei einem leicht auf 15,00 (alt: 15,30) Euro reduzierten Kursziel bestätigen wir unser Halten-Votum.

Unternehmensdaten

(in Mio. EUR / IFRS)

	2012	2013	2014e	2015e
Umsatz	330,0	329,4	351,0	382,6
gg. Vj. (%)	8,1	-0,2	6,6	9,0
EBITDA	25,0	14,4	27,5	34,4
gg. Vj. (%)	-18,7	-42,4	90,7	25,3
EBITDA-Marge (%)	7,6	4,4	7,8	9,0
EBIT	17,1	5,5	18,7	24,9
gg. Vj. (%)	-29,5	-67,7	239,4	33,0
EBIT-Marge (%)	5,2	1,7	5,3	6,5
Nettoergebnis	8,6	-0,9	9,9	14,1
gg. Vj. (%)	-29,9	-	-	42,0
Nettomarge (%)	2,6	-0,3	2,8	3,7
EK-Quote (%)	41,9	37,3	39,7	41,9

Daten je Aktie

(in EUR)

Ergebnis	1,29	-0,12	1,39	1,97
Cashflow	1,04	5,49	1,19	1,95
Dividende	0,30	0,00	0,30	0,30

Quelle: Independent Research; euromicron

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



Highlights

- ⇨ Der Umsatz sank in Q4 2013 weniger stark als von uns erwartet um 7,2% y/y. Die Ergebnisentwicklung verlief dagegen aus unserer Sicht enttäuschend.
- ⇨ Für das Geschäftsjahr 2014 geht euromicron weiterhin von einem Umsatzanstieg auf 340-360 Mio. Euro sowie von einer EBITDA-Marge von 6%-8% aus. Laut Unternehmensaussagen habe das Geschäftsjahr 2014 bereits unerwartet positiv begonnen.

Geschäftsentwicklung

Der Umsatz sank in Q4 2013 weniger stark als von uns erwartet um 7,2% auf 96,1 (Vj.: 103,5; unsere Prognose: 87,0) Mio. Euro. Im Geschäftsjahr 2013 stagnierte der Umsatz bei 329,4 (Vj.: 330,0) Mio. Euro. Der Kernmarkt Deutschland verzeichnete dabei einen Umsatzrückgang um 2,5% y/y auf 291,3 Mio. Euro, während auf internationaler Ebene die Umsatzerlöse zulegen konnten (Euro-Zone: +7,5% y/y auf 27,4 Mio. Euro; Rest der Welt: +91,1% y/y auf 10,7 Mio. Euro). Auf Segmentebene bezogen konnte nur der Bereich Nord seine Erlöse steigern (+4,0% y/y auf 116,1 Mio. Euro).

euromicron	Umsatz		Veränderung gg. Vj.	Umsatz		Veränderung gg. Vj.
	Q4 2012 in Mio. EUR	Q4 2013 in Mio. EUR		Gj. 2012 in Mio. EUR	Gj. 2013 in Mio. EUR	
Nord	32,44	31,72	-2,2%	111,65	116,07	4,0%
Süd	33,72	35,46	5,2%	131,52	126,84	-3,6%
WAN Services	42,98	33,50	-22,0%	102,84	102,23	-0,6%
Intersegmentär	-5,60	-4,59	-18,0%	-15,98	-15,78	-1,3%
Konzern	103,54	96,09	-7,2%	330,03	329,37	-0,2%

Quelle: euromicron

Im Gegensatz zum Umsatz fiel aus unserer Sicht die Ergebnisentwicklung in Q4 enttäuschend aus. Das EBITDA bezifferte sich in Q4 auf -3,6 (Vj.: +6,8; unsere Prognose: -1,4) Mio. Euro. Das EBIT lag mit -6,2 (Vj.: 5,0; unsere Prognose: -3,0) Mio. Euro ebenfalls deutlich im negativen Bereich, sodass für das Gesamtjahr ein Einbruch des EBIT auf 5,5 (Vj.: 17,1) Mio. Euro verzeichnet werden musste. Belastungsfaktoren waren hierbei Integrationskosten von 5,5 Mio. Euro, Sondereffekte aus der Projektbewertung von ca. 4,9 Mio. Euro sowie Auftragsverschiebungen bei den Herstellern und Projektverschiebungen bei den Systemhäusern, die einen EBIT-Ausfall von insgesamt rund 7,9 Mio. Euro zur Folge hatten. Für das Q4 wies euromicron einen Nettoverlust von -6,8 (Vj.: +2,3; unsere Prognose: -2,9) Mio. Euro aus. Somit musste auch für das Geschäftsjahr 2013 ein Nettoverlust von -0,9 (Vj.: +8,6) Mio. Euro ausgewiesen werden.



Gegenteilig zur Ergebnisebene entwickelten sich der Cashflow sowie die Bilanz. Der Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit stieg vor allem auf Grund der Ausweitung des Factoring-Volumens zum Geschäftsjahresende in 2013 deutlich auf 39,4 (Vj.: 7,0) Mio. Euro. Demzufolge sank auch die Nettoverschuldung (Unternehmensdefinition) zum 31.12.2013 deutlich auf 33,2 (30.09.2013: 94,8; 31.12.2012: 75,7) Mio. Euro.

euromicron	EBIT		Veränderung gg. Vj.	EBIT		Veränderung gg. Vj.
	Q4 2012 in Mio. EUR	Q4 2013 in Mio. EUR		Gj. 2012 in Mio. EUR	Gj. 2013 in Mio. EUR	
Nord	3,89	-1,29	-	14,45	10,69	-26,0%
EBIT-Marge	12,0%	-	-	12,9%	9,2%	-3,7 PP
Süd	-2,06	-4,91	-	0,52	-4,87	-
EBIT-Marge	-	-	-	0,4%	-	-
WAN Services	4,64	1,85	-60,2%	8,00	6,39	-20,1%
EBIT-Marge	10,8%	5,5%	-5,3 PP	7,8%	6,3%	-1,5 PP
euromicron AG	-1,49	-1,81	-	-5,88	-6,71	-
Konzern	4,98	-6,16	-	17,08	5,51	-67,7%
EBIT-Marge	4,8%	-	-	5,2%	1,7%	-3,5 PP

Quelle: euromicron

PP: Prozentpunkte

Perspektiven

Insgesamt werten wir die Q4-Zahlen als enttäuschend. Darüber soll auch nicht hinwegtäuschen, dass unsere Umsatzerwartung um rund 10% übertroffen wurde, denn schließlich hatte euromicron seinen Ausblick für 2013 Anfang Dezember deutlich gesenkt. Auf der Ergebnisebene lasteten vor allem Sonderfaktoren (hohe Aufwendungen für Integration, Konsolidierung und Neuausrichtung). Sonderfaktoren waren auch Ursache für die erfreuliche Cashflow- und Bilanzentwicklung, weshalb auch bspw. der operative Cashflow in 2014 im Vergleich zu 2013 wieder deutlich geringer ausfallen dürfte. Laut Unternehmensaussagen war das Geschäftsjahr 2013 das Kernintegrationsjahr der Integrationsphase 2012-2014. Im laufenden Geschäftsjahr soll die Phase der Konsolidierung und Restrukturierung des Unternehmens weitgehend abgeschlossen werden. Der Ausblick für 2014 wurde bestätigt. Das Unternehmen geht demnach davon aus, einen Umsatzanstieg auf 340-360 (2013: 329,4) Mio. Euro erreichen zu können sowie eine EBITDA-Marge von 6%-8% (2013: 4,4%). Laut Unternehmensaussagen sind bereits die ersten beiden Monate 2014 sehr erfreulich verlaufen. Demnach entwickelte sich der Auftragseingang im Januar und Februar 2014 besser als im Vorjahr und als vom Unternehmen erwartet. Zudem geht euromicron auch für Q1 und Q2 hier von einer erfreulichen Entwicklung aus. Ein per 31.12.2013 auf 126,5 (31.12.2012: 125,2) Mio. Euro gesteigerter Auftragsbestand bietet darüber hinaus eine gute Ausgangsbasis.

Für die Erreichung der Zielsetzungen sind wir zuversichtlich, dass euromicron es dieses Mal gelingt, diese zu erreichen. Nichtsdestotrotz gehen wir davon aus, dass sich die Erfüllung als herausfordernd darstellen wird. Unsere bereits bei Bekanntgabe der Eckdaten reduzierten Prognosen behalten wir bei. Bei einem leicht auf 15,00 (alt: 15,30) Euro (DCF-Modell) reduzierten Kursziel bestätigen wir unser Halten-Votum.



SWOT-Analyse

Stärken

- Full-Service Anbieter von Netzinfrastrukturlösungen
- Breite Kundendiversifikation hinsichtlich der Branchen
- Sehr geringe Konjunkturabhängigkeit
- Langjährige Kundenbeziehungen

Schwächen

- Regional hohe Abhängigkeit von Deutschland
- Große Bedeutung des Projektgeschäfts (erhöhte Anzahl von Unsicherheitsfaktoren)

Chancen

- Notwendiger Ausbau der Breitbandnetze (Zielsetzung der Bundesregierung) erhöht Nachfrage nach Netzinfrastrukturlösungen
- Steigender Bedarf nach intelligenten und schnellen Netzwerktechnologien in der Energiebranche (Smart Grids), bei Sicherheitssystemen, in der Gesundheitsbranche, bei Verkehrssystemen (Verkehrsfluss und Verkehrssicherheit), im Büro und zu Hause
- Zunehmende Anzahl von Internetanwendungen, -Nutzern und -Endgeräten bzw. technologische Trends wie mobiles Internet, Cloud Computing und „Internet der Dinge“ (Kommunikation von Geräten und Maschinen untereinander über das Internet) führen zu stetig steigenden Anforderungen an die Netzwerktechnologie
- Ausbau der internationalen Aktivitäten

Risiken

- Hoher Geschäfts- und Firmenwert birgt erhöhtes Abschreibungsrisiko bei sich verschlechternder Geschäftsentwicklung
- Überdurchschnittliche Integrationsrisiken auf Grund der zahlreichen Übernahmen
- Investitionszurückhaltung der Kunden

Quelle: Independent Research



euromicron
Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2011	2012	2013	2014e	2015e
Umsatz	305,3	330,0	329,4	351,0	382,6
Rohertag/Bruttoergebnis	142,9	161,6	158,1	172,0	187,5
EBITDA	30,8	25,0	14,4	27,5	34,4
Abschreibungen	-6,6	-7,9	-8,9	-8,8	-9,6
EBIT	24,2	17,1	5,5	18,7	24,9
Finanzergebnis	-6,4	-4,9	-3,8	-4,6	-5,0
EBT	17,9	12,2	1,7	14,1	19,9
Steuern	-5,0	-3,4	-2,5	-3,9	-5,5
Ergebnis nach Steuern	12,9	8,8	-0,8	10,2	14,4
Minderheitenanteile	-0,7	-0,3	-0,1	-0,3	-0,3
Nettoergebnis	12,2	8,6	-0,9	9,9	14,1
Anzahl Aktien (Mio. St.)	5,2	6,7	7,2	7,2	7,2
Ergebnis je Aktie	2,33	1,29	-0,12	1,39	1,97
Dividende je Aktie	1,15	0,30	0,00	0,30	0,30

in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertag/Bruttoergebnis	46,8%	49,0%	48,0%	49,0%	49,0%
EBITDA	10,1%	7,6%	4,4%	7,8%	9,0%
Abschreibungen	2,1%	2,4%	2,7%	2,5%	2,5%
EBIT	7,9%	5,2%	1,7%	5,3%	6,5%
EBT	5,8%	3,7%	0,5%	4,0%	5,2%
Steuern	1,6%	1,0%	0,7%	1,1%	1,4%
Ergebnis nach Steuern	4,2%	2,7%	-0,2%	2,9%	3,8%
Nettoergebnis	4,0%	2,6%	-0,3%	2,8%	3,7%

Quelle: Independent Research; euromicron



euromicron

Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. EUR	2011	2012	2013	2014e	2015e
Bilanzsumme	265,2	283,9	328,9	334,7	346,6
Anlagevermögen	138,4	146,5	155,1	157,9	165,5
Geschäfts- und Firmenwert	103,6	106,4	113,5	119,2	125,2
Vorräte	25,1	27,5	28,0	29,8	32,5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	88,1	96,8	98,4	105,3	114,8
Liquide Mittel	7,3	5,4	38,8	33,0	25,1
Eigenkapital	120,0	119,0	122,6	132,8	145,1
Verzinsliches Fremdkapital	56,2	71,3	65,4	62,6	60,1
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	31,6	42,9	54,6	52,7	53,6
Summe Fremdkapital	145,1	164,8	206,3	201,9	201,5
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	0,5	7,0	39,4	8,6	14,0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-20,4	-13,3	-5,1	-11,6	-17,2
Free Cashflow	-19,9	-6,3	34,3	-3,0	-3,2
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	18,7	4,4	-0,9	-2,8	-4,7
Summe der Cashflows	-1,3	-1,9	33,4	-5,8	-7,9

Quelle: Independent Research; euromicron

euromicron

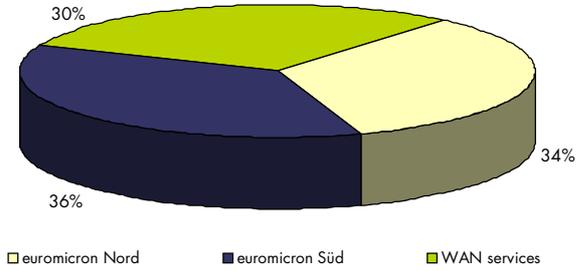
Wichtige Kennzahlen

	2011	2012	2013	2014e	2015e
EV / Umsatz	0,5	0,6	0,4	0,3	0,3
EV / EBITDA	4,8	7,9	9,9	4,5	3,6
EV / EBIT	6,1	11,5	25,9	6,6	4,9
KGV	8,2	15,3	neg.	9,6	6,8
KBV	0,8	1,1	0,9	0,7	0,7
KCV	211,4	18,8	3,0	11,2	6,9
KUV	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3
Dividendenrendite	6,0%	1,5%	0,0%	2,2%	2,2%
Eigenkapitalrendite (ROE)	10,2%	7,2%	-0,7%	7,5%	9,7%
ROCE	11,0%	7,5%	2,4%	7,8%	9,6%
ROI	4,6%	3,0%	-0,3%	3,0%	4,1%
Eigenkapitalquote	45,3%	41,9%	37,3%	39,7%	41,9%
Anlagendeckungsgrad	86,7%	81,3%	79,1%	84,1%	87,7%
Anlagenintensität	52,2%	51,6%	47,2%	47,2%	47,8%
Vorräte / Umsatz	8,2%	8,3%	8,5%	8,5%	8,5%
Forderungen / Umsatz	28,8%	29,3%	29,9%	30,0%	30,0%
Working Capital-Quote	26,7%	24,7%	21,8%	23,5%	24,5%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	48,9	65,9	26,5	29,6	34,9
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	1,6	2,6	1,8	1,1	1,0
Capex / Umsatz	2,7%	3,3%	1,9%	3,3%	4,5%
Capex / Abschreibungen	125,6%	136,4%	71,7%	132,0%	180,0%
Free Cashflow / Umsatz	-6,5%	-1,9%	10,4%	-0,9%	-0,8%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	-3,80	-0,95	4,78	-0,42	-0,45
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	9,32	9,89	3,70	4,12	4,87
Cash / Aktie (EUR)	1,39	0,81	5,41	4,60	3,50
Buchwert / Aktie (EUR)	22,87	17,86	17,08	18,51	20,22

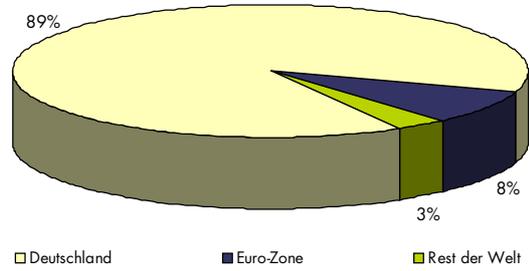
Quelle: Independent Research; euromicron



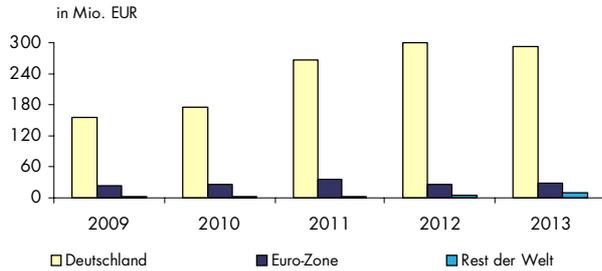
Umsatz nach Geschäftsfeldern (2013)



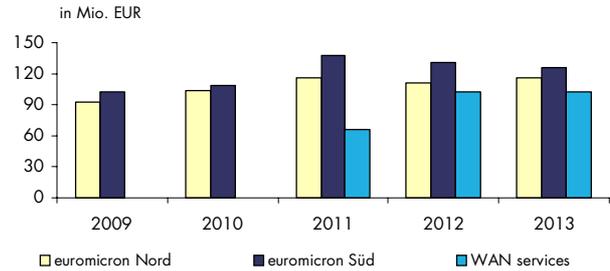
Umsatz nach Regionen (2013)



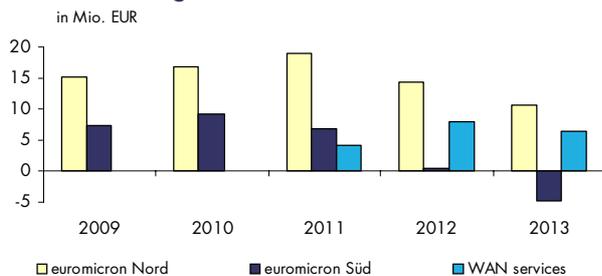
Umsatzentwicklung der Regionen



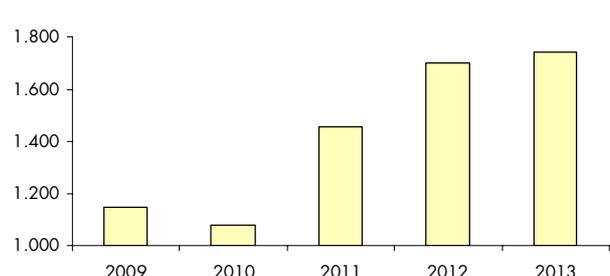
Umsatzentwicklung der Geschäftsfelder



EBIT-Entwicklung der Geschäftsfelder



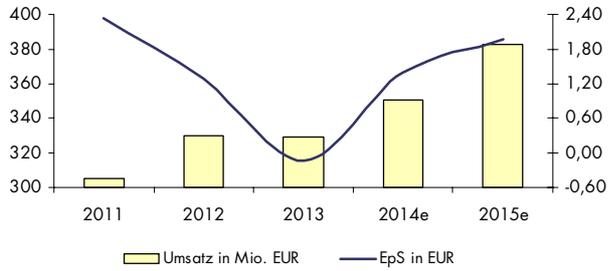
Mitarbeiter im Jahresdurchschnitt



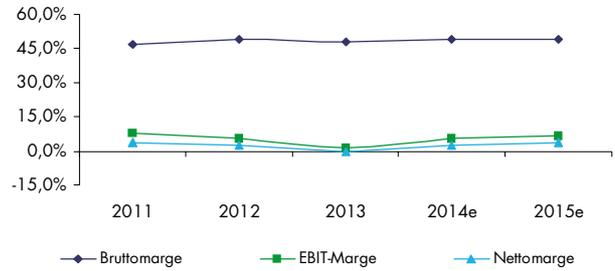
Quelle: Independent Research; euromicron



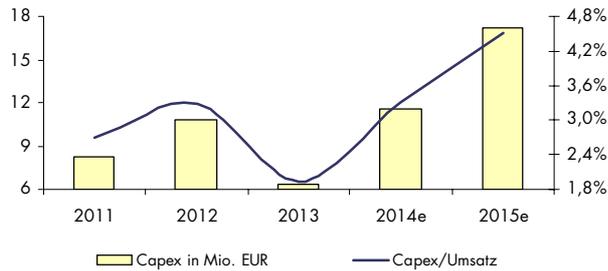
Umsatz und Ergebnis je Aktie



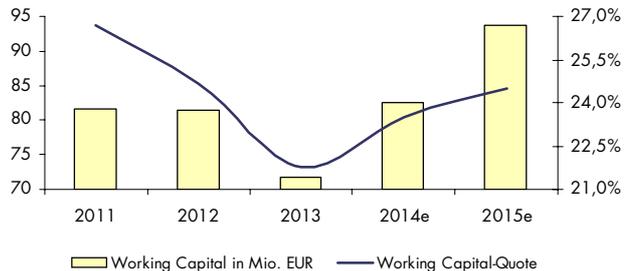
Margenübersicht



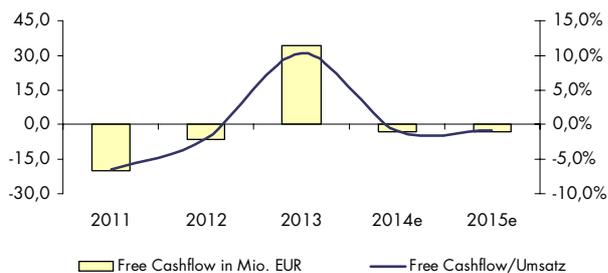
Capex



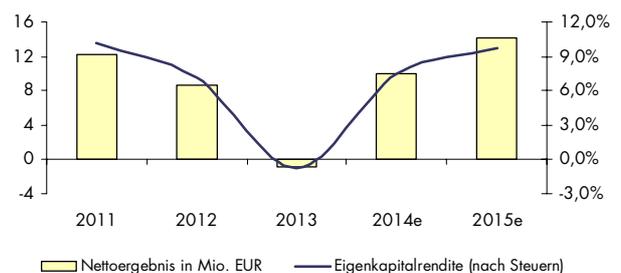
Working Capital



Free Cashflow



Eigenkapitalrendite



Quelle: Independent Research; euromicron



Rechtliche Hinweise

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

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

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

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

Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung

Wesentliche Informationsquellen

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

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

Aktienanalysen:

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

Sensitivität der Bewertungsparameter:

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

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



Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:

Aktienanalysen:

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

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

Übersicht der Umvotierungen:

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

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

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

Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 01.04.2014 -

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

Emittent	Interessenkonflikte
-	-

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

- 1) sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 1 Prozent beteiligt.
- 2) waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
- 3) betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4) haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit dem Emittenten - der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse ist - oder dem Berater und/oder der beratenden Bank eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.
- 5) haben diese Finanzanalyse ohne den Bewertungs-/Prognoseanteil vor der Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.
- 6) haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.



Rechtliche Hinweise

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

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

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

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

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

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

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

Stand: 01.04.2014

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

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



Independent Research

Westend Office

Friedrich-Ebert-Anlage 36

60325 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (69) 971490-0

Telefax: +49 (69) 971490-90

E-Mail: info@irffm.de

Internet: www.irffm.de