

Update

KAUFEN

Kursziel: EUR 34,38

Branche: Technologie
Land: Deutschland
WKN: 566000
Reuters: EUCG.DE
Webseite: www.euromicron.de

Kurs aktuell: 19.15
Hoch **Tief**
Kurs 52 W. 23.42 17.55
Marktkap. (Mio. EUR) 98.1
Anzahl Aktien (in Mio.) 5.1

Aktionärsstruktur

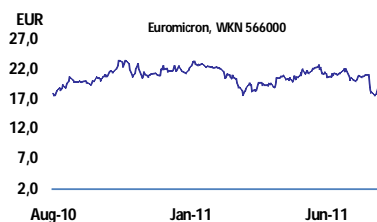
Streubesitz 77.2%
Allianz Global Investors 5.2%
Universal Investment 5.0%
BW-Versorgungsanstalt 3.2%
Union Investment 3.2%
Axxion S.A. 3.2%
LBBW Asset Management 3.1%

Performance

4 Wochen -2.7%
13 Wochen -7.0%
26 Wochen -9.3%
52 Wochen 13.5%
lfd. Jahr -8.5%

Dividende

	EUR/Aktie	in %
2009	1.00	46%
2010	1.10	46%
2011e	1.20	41%
2012e	1.30	44%
2013e	1.40	38%



euromicron AG

Erhöhung der Schätzungen nach exzellenten Halbjahreszahlen

- Die euromicron AG hat für das erste Halbjahr 2011 überzeugende Finanzergebnisse präsentiert. Getrieben von einer hohen Nachfrage nach Netzwerklösungen und -komponenten erhöhte sich der Umsatz im Jahresvergleich um 33,4% auf EUR 128,3 Mio. Dabei blieb Deutschland mit einem Anteil von 84,5% der wichtigste Absatzmarkt für die euromicron. Das Ausland, wo das Unternehmen seine Erlöse im Vergleich zum H1/10 um 80,7% steigern konnte, trug überproportional zum Umsatzwachstum bei.
- Auf der Ebene des EBIT konnte die euromicron eine Steigerung um 21,3% auf EUR 8,6 Mio. vermelden. Trotz einer geringeren Personalaufwandsquote von 26,0% (H1/10: 28,8%), sank dabei die EBIT-Marge im Jahresvergleich von 7,3% auf 6,8%, was auf einen Anstieg der Materialaufwandsquote von 48,9% auf 53,1% zurückgeht. Das Nettoergebnis entwickelte sich ebenfalls unterproportional zum Umsatz und erreichte EUR 4,9 Mio., nach EUR 4,1 Mio. im H1/10.
- Beim Auftragseingang und -bestand setzte sich die positive Entwicklung des ersten Quartals fort. So stieg der Auftragseingang um 43,4% auf EUR 156,1 Mio., während der Auftragsbestand um 45,8% auf EUR 146,9 Mio. zunahm. Für das zweite Halbjahr des Geschäftsjahres 2011 geht die euromicron von einer weiterhin positiven Entwicklung der Auftragslage aus.
- Im Juni 2011 konnte euromicron die Übernahme des Geschäftsbetriebes der auf IP-Ethernet-Technik für Betriebsnetze, Netz- und Asset-Management sowie Lösungen für PMR (Private Mobile Radio)-Netze spezialisierten telent GmbH vermelden. Die telent GmbH ist profitabel und erzielt einen Umsatz im oberen zweistelligen Millionen-Euro-Bereich. Mit der Akquisition vervollständigt die euromicron ihr Geschäftsmodell auf alle Infrastrukturthemen des Netzwerkmarktes.
- Aufgrund der hervorragenden Auftragslage sowie der kürzlich getätigten Übernahme, die ihr Produktportfolio und Technologie-Know-How sehr gut ergänzt, erhöhte die euromicron ihre Umsatzprognose für das GJ 2011 auf EUR 280-300 Mio. von zuvor EUR 220 Mio. Gleichzeitig soll ein EBIT in Höhe von EUR 25 Mio. erwirtschaftet werden. Infolgedessen haben wir unsere Schätzungen sowie das Kursziel nach oben angepasst. Unsere Empfehlung lautet „Kaufen“ mit einem Kursziel von EUR 34,38.

Mio. EUR	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Umsatzerlöse	179.61	203.64	285.10	305.06	320.31
EBITDA	19.89	24.73	31.36	31.79	36.08
EBIT	16.37	20.13	25.08	25.08	29.04
Nettoergebnis	9.83	11.46	14.97	15.03	17.80
EPS	2.17	2.38	2.92	2.93	3.47
BVPS	15.86	17.41	18.66	19.91	21.43
CFPS	3.16	1.65	0.92	5.91	5.50
KBV	0.98	1.46	1.37	1.28	1.19
RoE	13.76 %	12.84 %	15.65 %	14.73 %	16.20 %
RoS	5.47 %	5.63 %	5.25 %	4.93 %	5.56 %
EBIT Marge	9.11 %	9.88 %	8.80 %	8.22 %	9.07 %

Inhalt

1	Unternehmensprofil.....	3
2	Aktuelle Entwicklung	3
2.1	Ausblick.....	8
3	Aktie.....	10
4	Finanzteil	11
4.1	Gewinn- und Verlustrechnung	11
4.2	Bilanzen	12
4.3	Kapitalflussrechnung	13
5	Bewertung.....	14
5.1	DCF-Modell.....	14
5.2	WACC	15
5.3	Fair Value – Sensitivitäten.....	15
5.4	Peer Group Analyse.....	16
6	Kontakt	17
7	DISCLAIMER.....	18

1 Unternehmensprofil

Die euromicron AG ist Hersteller und Anbieter von Lösungen in der Netzwerk- und Lichtwellenleiter-Technologie. Die Gesellschaft agiert zudem als Full-Service Anbieter im Bereich Kommunikations- und Sicherheitslösungen. Die euromicron deckt die gesamte Wertschöpfungskette ab. Neben der Planung, Implementierung und Wartung von Kommunikations- und Sicherheitslösungen, die zumeist auf IP-Netzwerken aufbauen, bietet das Unternehmen auch Entwicklung, Produktion und Vertrieb von Netzwerkkomponenten, sowie Beratung und Beschaffung an. Die euromicron ist spezialisiert auf kundenspezifische Produkte, technische Lösungen sowie Dienstleistungen für unterschiedlichste Branchen und Anforderungen.

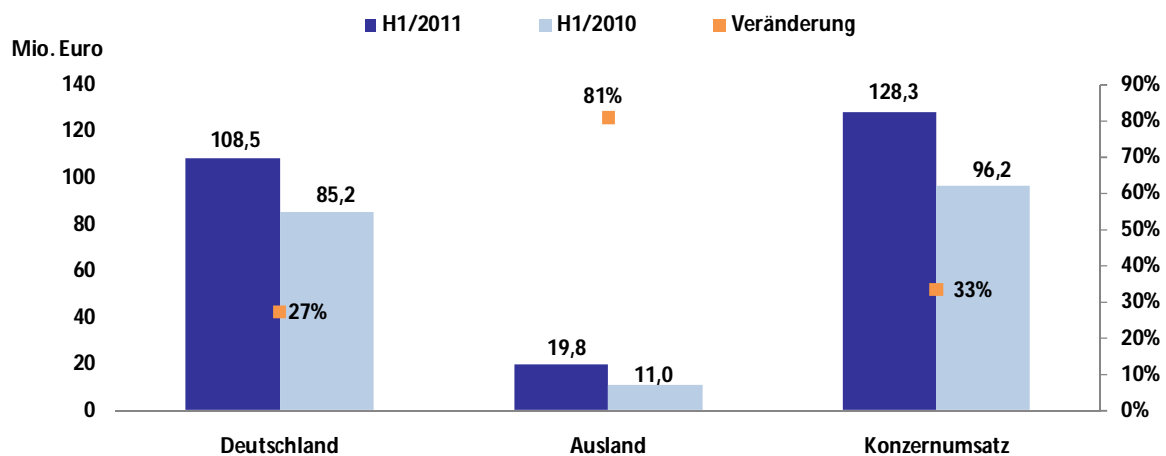
Zu den Kunden der euromicron gehören Telekommunikationsnetzbetreiber, wie die Deutsche Telekom, und Infrastrukturanbieter, wie die Deutsche Bahn. Außerdem zählen Betreiber von Rechenzentren und Unternehmen, die einen schnellen und sensiblen Datenaustausch innerhalb ihres Geschäftsmodells benötigen, zum Kundenkreis.

Die Gesellschaft ist in die zwei strategischen Segmente euromicron Nord und euromicron Süd aufgeteilt. Innerhalb dieser Segmente bestehen drei Funktionsfelder „Projekte & Systeme“ (Informations-, Kommunikations- und Sicherheitssysteme), „Komponenten & Konfektionierung“ (Glasfaser- und Hybridnetzwerke) sowie „Distribution & Dienstleistung“ (Beschaffung und Beratung). Die euromicron AG ist die Management Holding, in der die zentralen Aufgaben des Konzerns gebündelt werden.

2 Aktuelle Entwicklung

Die euromicron AG hat sich in den ersten sechs Monaten des Geschäftsjahres 2011 sehr stark entwickelt. Zwischen Januar und Juni stieg der Umsatz des Unternehmens von EUR 96,2 Mio. im H1/10 auf EUR 128,3 Mio. Der Grund dafür war eine starke Nachfrage auf dem Markt für Netzwerkkomponenten und -lösungen. Obwohl im Auslandssegment die Erlöse im Jahresvergleich um 80,7% auf EUR 19,8 Mio. zunahmen, blieb Deutschland mit einem Umsatzanteil von 84,5% für die euromicron der wichtigste Absatzmarkt.

Umsatz nach Regionen



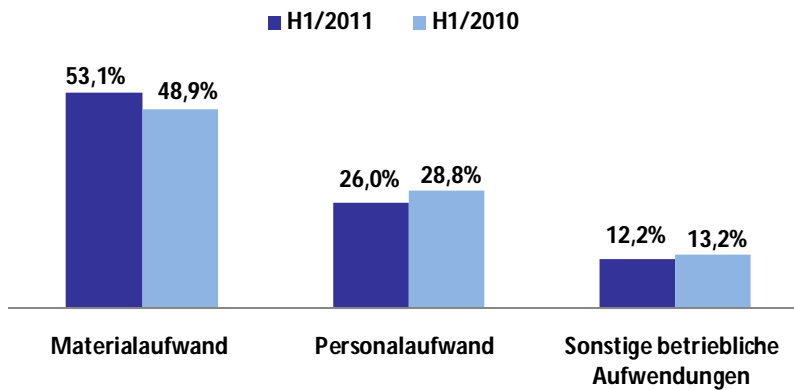
Quelle: euromicron, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Entwicklung der Kosten

Aufgrund der Erhöhung der Materialaufwandsquote von 48,9% auf 53,1%, die vor allem aus einer Zunahme der Aufwendungen für Subunternehmer herrührte, stieg das EBIT nur unterproportional um 21,3% auf EUR 8,6 Mio. Die EBIT-Marge sank im Vorjahresvergleich entsprechend von 7,3% auf 6,8%. Bei der Realisierung von Aufträgen greift euromicron als Generalunternehmer auf ausgewählte Partner- und Subunternehmen zurück und verbucht die entsprechenden Kosten unter der GuV-Position Materialaufwand.

Die Personalkosten erhöhten sich im Vergleich zum H1/10 um 17,5% auf EUR 32,9 Mio. und damit weniger als der Umsatz. Die Gründe dafür waren die Erweiterung des Konsolidierungskreises um die telent GmbH, der Ausbau des Vertriebes sowie die personelle Verstärkung der Bereiche Entwicklung und Projektmanagement. Im selben Zeitraum stiegen die sonstigen betrieblichen Aufwendungen von EUR 12,8 Mio. auf EUR 15,5 Mio., was jedoch mit einer Verringerung des prozentualen Anteils an der Gesamtleistung von 13,2% auf 12,2% einherging. Bei fast unverändertem Zinsergebnis und einem etwas höheren Steueraufwand im Vergleich zum Vorjahr stieg das Nettoergebnis um 19,6% auf EUR 4,9 Mio.

Entwicklung der Kosten (in % der Gesamtleistung)



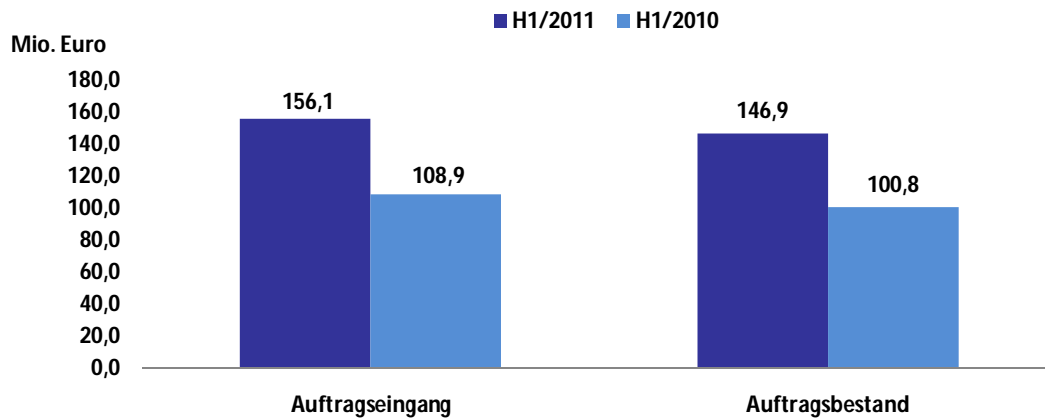
Quelle: euromicron, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Im H1/11 lag der operative Cashflow der euromicron bei EUR -16,4 Mio., nach EUR -2,6 Mio. im Vorjahr. Die Verschlechterung ging vor allem zurück auf die starke Zunahme der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, die sich infolge der sehr guten Auftragslage um EUR 19,8 Mio. erhöhten. Der Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit betrug im selben Zeitraum EUR 15,2 Mio. und war auf die Übernahme der telent GmbH, die im Rahmen eines Asset Deals stattfand, zurückzuführen. Da die euromicron im H1/11 u.a. zur Finanzierung der Übernahme neue Kredite in Höhe von EUR 39,4 Mio. aufnahm, verringerten sich die liquiden Mittel im Jahresvergleich nur um EUR 411 Tsd auf EUR 8,2 Mio. Die Nettoverschuldung betrug damit EUR 93,9 Mio., bei einem Net gearing von 106,2%. Aufgrund der Platzierung eines Schuldscheindarlehens im Wert von EUR 24,5 Mio. Anfang August, die hauptsächlich der Umschichtung eines Teils der kurzfristigen Verbindlichkeiten zugunsten einer langfristigen Finanzierung diente, ist die euromicron nun zu ca. 40% langfristig finanziert. Das Schuldscheindarlehen mit Laufzeiten zwischen 5 und 7 Jahren wurde bei Sparkassen, deutschen und österreichischen Banken sowie Versicherungen platziert und war deutlich überzeichnet.

Auftragseingang und -bestand

Die positive Entwicklung bei der Auftragslage setzte sich im zweiten Quartal 2011 fort. Sowohl der Auftragseingang als auch der Auftragsbestand konnten im Vergleich zum Vorjahr deutlich zulegen. So stieg der Auftragseingang per Ende Juni um 43,4% auf EUR 156,1 Mio. Beim Auftragsbestand wurde im selben Zeitraum ein Anstieg um 45,8% auf EUR 146,9 Mio. verbucht.

Auftragseingang und -bestand



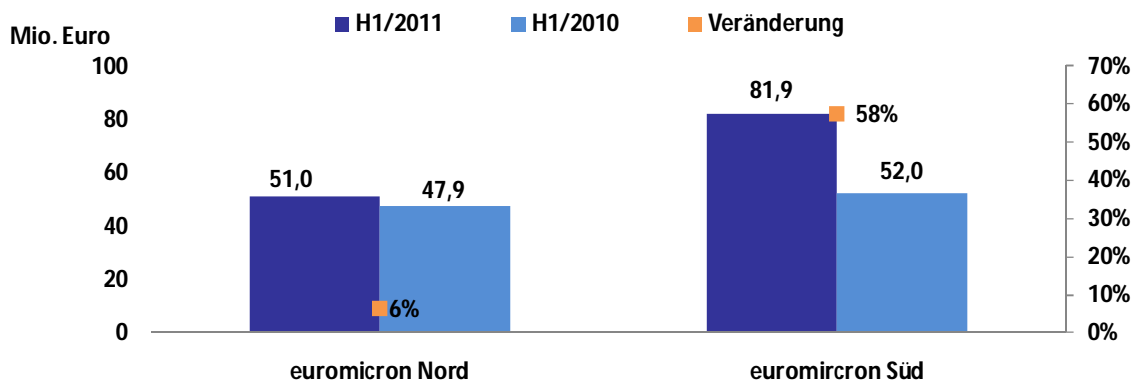
Quelle: euromicron, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Segmente

Die Segmente werden gemäß der Euromicron-Führungsstruktur in Regionen aufgeteilt. Die deutschlandweite Präsenz wird in euromicron Nord und euromicron Süd eingeteilt. Polen und Frankreich sind im Segment Nord, Österreich und Italien im Segment Süd enthalten.

Beim Umsatz verbuchten im H1/11 beide Segmente Zuwächse, allerdings konnte euromicron Süd (+57,7%) im Vorjahresvergleich deutlich stärker wachsen als euromicron Nord (+4,5%). Aus unserer Sicht waren die Gründe dafür ein Großauftrag von der Deutschen Telekom in Offenburg, die Übernahme der Geschäftstätigkeit der in Baden-Württemberg ansässigen Firma telent GmbH sowie der Ausbau der Marktpräsenz in Österreich.

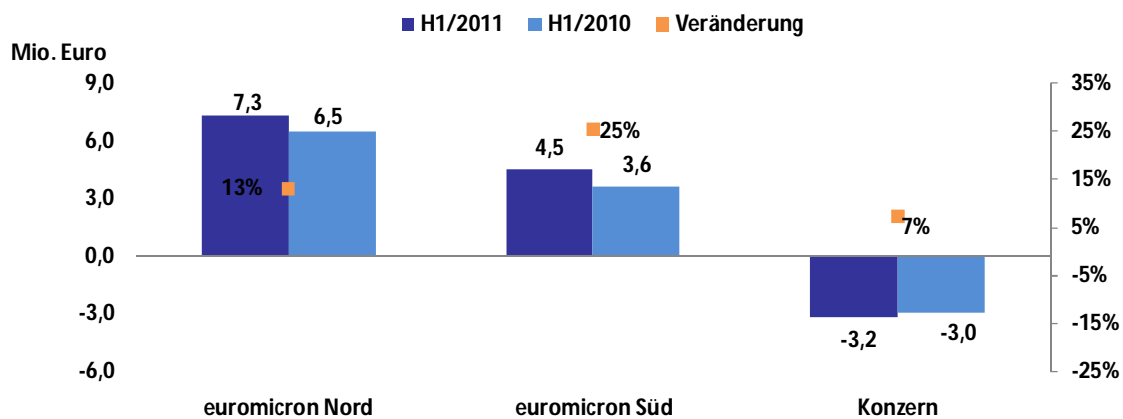
Umsatz nach Segmenten



Quelle: euromicron, Dr. Kalliwoda Research GmbH

Trotz des um 60,7% höheren Umsatzes war das Segment euromicron Süd deutlich weniger profitabel als euromicron Nord. So lag das EBIT von euromicron Süd bei EUR 4,5 Mio. verglichen mit EUR 7,3 Mio. von euromicron Nord. Unserer Meinung nach resultierte dies aus Integrationsaufwendungen im Zusammenhang mit der Übernahme der Geschäftsaktivitäten der telent GmbH.

EBIT nach Segmenten



Quelle: euromicron, Dr. Kalliwoda Research GmbH

2.1 Ausblick

Nach den sehr guten Ergebnissen des ersten Halbjahres 2011 und der Anhebung der Guidance für das Gesamtjahr 2011 gehen wir davon aus, dass der positive Trend bei der Geschäftsentwicklung der euromicron in den nächsten Jahren anhalten wird. Zudem erwarten wir ab dem GJ 2012 einen signifikanten Ergebnisbeitrag durch die telent GmbH. Infolgedessen haben wir unsere Schätzungen für das laufende und die nächsten Jahre nach oben angepasst. Für das GJ 2011 erwarten wir nun einen Umsatz in Höhe von EUR 285,1 Mio. und ein Nettoergebnis von EUR 15 Mio., nach zuvor EUR 228,1 Mio. bzw. EUR 12,7 Mio. Für das darauffolgende Jahr prognostizieren wir hingegen einen Umsatz in Höhe von EUR 305,1 Mio. (zuvor: EUR 224 Mio.) und ein Nettoergebnis von EUR 15 Mio. (zuvor: EUR 13,8 Mio.).

Aufgrund der Integration der telent GmbH rechnen wir für die GJ 2011 und 2012 mit Margen im unteren Bereich der prognostizierten Zielspanne von 8-11% (KRe: 8,2-8,4%). Nach deren Abschluss sowie der Beendigung der andauernden Prozessanpassungen und -optimierungen sollte die EBIT-Marge dann schrittweise Richtung 11% ansteigen.

Der Markt für Informations- und Kommunikationstechnologie, der sich im ersten Halbjahr 2011 stark entwickelte, sollte in den nächsten Jahren seinen positiven Trend fortsetzen. Der Hauptwachstumstreiber wird dabei das mobile Internet sein, welches durch die steigende Nachfrage nach Tablet-PCs (z.B. iPad) und Smartphones (z.B. BlackBerry, iPhone) immer populärer wird. Aufgrund der steigenden Datenmengen investieren immer mehr Mobilfunkbetreiber, Netzbetreiber, aber auch Stadtwerke in die Modernisierung ihrer Netze bspw. LTE-Technologie bei Mobilfunknetzen und Glasfaser bei Festnetz.

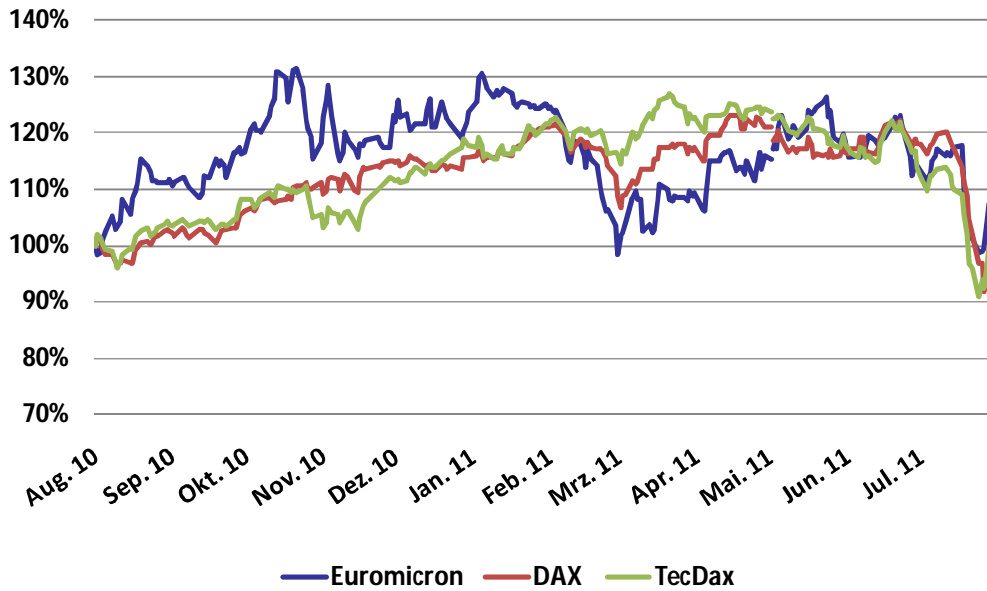
Weitere Wachstumstreiber werden das sogenannte „Cloud Computing“ (das Aufbewahren von Daten und Anwendungen auf externen Servern) sowie das „Dynamic Internet“ (intelligente Netze) sein. Laut dem Branchenverband BITKOM werden im Jahr 2015 10% aller IT-Ausgaben im B2B-Geschäft auf Cloud-Services entfallen.

Aufgrund ihrer Marktstellung als Komplett-Lösungsanbieter für Kommunikations-, Daten- und Sicherheitsnetzwerke ist die euromicron bestens für diese Markttrends gerüstet. Mit der Akquisition der telent GmbH konnte das Unternehmen sein Leistungs- und Technologiespektrum weiter vertiefen und seinen Kundenstamm erweitern. So ist die telent insbesondere im Bereich der Übertragungstechnik, Funkkommunikation, IP-Migration sowie der Weitverkehrs- und Streckennetztechnik stark. Zu ihren Kunden gehören Behörden sowie Unternehmen aus den Bereichen Bahn, Verkehr, Energieversorgung, IT und Telekommunikation, die sie aufgrund ihrer flächendeckenden Präsenz deutschlandweit bedienen kann.

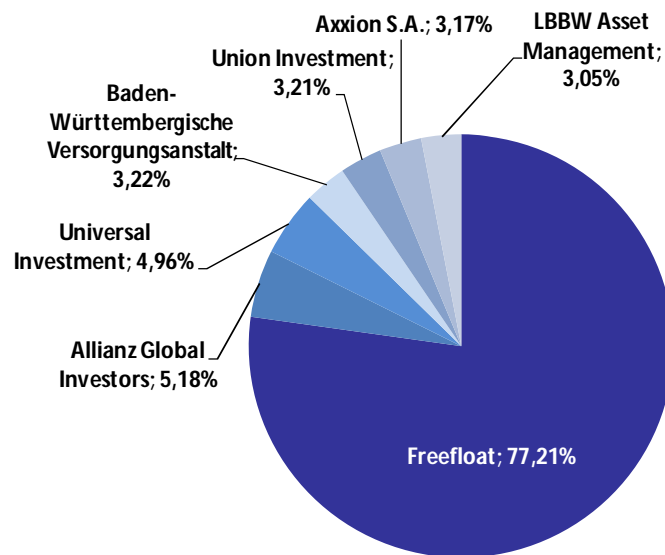
In den nächsten Jahren will sich die euromicron vor allem auf die gezielte Erweiterung des Technologie-Know-Hows, bessere Integration der Unternehmensbereiche sowie die Expansion in Deutschland und im Ausland konzentrieren. Als Auslandsmärkte sind für das Unternehmen vor allem Italien, Österreich, Frankreich und Polen wichtig. Andere Länder, wie zum Beispiel Portugal, die Niederlande und Luxemburg werden von Deutschland aus bedient. Ein permanentes Kostenmanagement sowie Integrations- und Professionalierungsmaßnahmen innerhalb des Unternehmens sollen in den kommenden Jahren zu einer Verbesserung der Profitabilität führen.

3 Aktie

Wertentwicklung der euromicron Aktie 2010/11



Aktionärsstruktur



Quelle: Thomson Reuters, euromicron

4 Finanzteil

4.1 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung - euromicron AG						
Zahlenangaben in TEUR	Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Umsatzerlöse	164,628	179,605	203,643	285,100	305,057	320,310
Bestandsveränderungen	-1,427	-6,882	1,211	12,240	-1,443	1,399
Aktivierete Eigenleistungen	358	1,702	1,521	1,091	1,168	1,371
Gesamtleistung	163,559	174,425	206,375	298,431	304,782	323,080
Sonstige betriebliche Erträge	2,618	2,101	4,476	1,492	1,524	1,615
Materialaufwand	-83,517	-85,975	-107,317	-153,954	-164,731	-172,967
Rohergebnis	82,660	90,551	103,534	145,969	141,575	151,728
Personalaufwand	-43,009	-48,103	-54,247	-69,850	-73,214	-76,874
Abschreibungen	-2,847	-3,526	-4,601	-6,272	-6,711	-7,047
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-20,804	-22,554	-24,561	-44,765	-36,574	-38,770
Betriebsergebnis	16,000	16,368	20,125	25,083	25,076	29,037
Finanzergebnis	-3,962	-2,953	-2,906	-2,848	-2,791	-2,735
Ergebnis vor Steuern (u. Minderheit.)	12,038	13,415	17,219	22,235	22,285	26,302
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-3,305	-3,139	-5,088	-6,671	-6,686	-7,891
Ergebnis vor Minderheitenanteilen	8,733	10,276	12,131	15,565	15,600	18,411
Minderheitenanteile	-666	-449	-669	-595	-571	-612
Periodenüberschuss	8,067	9,827	11,462	14,970	15,029	17,800
Ergebnis je Aktie (unverwässert) reported	1.78	2.17	2.38	2.92	2.93	3.47
Ergebnis je Aktie (verwässert) reported	1.78	2.17	2.38	2.92	2.93	3.47
Veränderung zum Vorjahr						
Umsatzerlöse	20.6%	9.1%	13.4%	40.0%	7.0%	5.0%
Bestandsveränderungen	-44.6%	382.3%				
Aktivierete Eigenleistungen	-54.3%	375.4%	-10.6%	-28.3%	7.0%	17.3%
Gesamtleistung	21.5%	6.6%	18.3%	44.6%	2.1%	6.0%
Sonstige betriebliche Erträge	21.6%	-19.7%	113.0%	-66.7%	2.1%	6.0%
Materialaufwand	34.0%	2.9%	24.8%	43.5%	7.0%	5.0%
Rohergebnis	11.0%	9.5%	14.3%	41.0%	-3.0%	7.2%
Personalaufwand	8.8%	11.8%	12.8%	28.8%	4.8%	5.0%
Abschreibungen	-11.3%	23.8%	30.5%	36.3%	7.0%	5.0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	5.5%	8.4%	8.9%	82.3%	-18.3%	6.0%
Betriebsergebnis	33.2%	2.3%	23.0%	24.6%	0.0%	15.8%
Finanzergebnis	105.0%	-25.5%	-1.6%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
Ergebnis vor Steuern (u. Minderheit.)	19.5%	11.4%	28.4%	29.1%	0.2%	18.0%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	27.5%	-5.0%	62.1%	31.1%	0.2%	18.0%
Ergebnis vor Minderheitenanteilen	16.7%	17.7%	18.1%	28.3%	0.2%	18.0%
Minderheitenanteile	38.2%	-32.6%	49.0%	-11.1%	-4.0%	7.1%
Periodenüberschuss	15.2%	21.8%	16.6%	30.6%	0.4%	18.4%
Anteil an der Gesamtleistung						
Umsatzerlöse	100.7%	103.0%	98.7%	95.5%	100.1%	99.1%
Bestandsveränderungen	-0.9%	-3.9%	0.6%	4.1%	-0.5%	0.4%
Aktivierete Eigenleistungen	0.2%	1.0%	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%
Gesamtleistung	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Sonstige betriebliche Erträge	1.6%	1.2%	2.2%	0.5%	0.5%	0.5%
Materialaufwand	-51.1%	-49.3%	-52.0%	-51.6%	-54.0%	-53.5%
Rohergebnis	50.5%	51.9%	50.2%	48.9%	46.5%	47.0%
Personalaufwand	-26.3%	-27.6%	-26.3%	-23.4%	-24.0%	-23.8%
Abschreibungen	-1.7%	-2.0%	-2.2%	-2.1%	-2.2%	-2.2%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-12.7%	-12.9%	-11.9%	-15.0%	-12.0%	-12.0%
Betriebsergebnis	9.8%	9.4%	9.8%	8.4%	8.2%	9.0%
Finanzergebnis	-2.4%	-1.7%	-1.4%	-1.0%	-0.9%	-0.8%
Ergebnis vor Steuern (u. Minderheit.)	7.4%	7.7%	8.3%	7.5%	7.3%	8.1%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-2.0%	-1.8%	-2.5%	-2.2%	-2.2%	-2.4%
Ergebnis vor Minderheitenanteilen	5.3%	5.9%	5.9%	5.2%	5.1%	5.7%
Minderheitenanteile	-0.4%	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
Periodenüberschuss	4.9%	5.6%	5.6%	5.0%	4.9%	5.5%

Dr. KALLIWODA | RESEARCH © 2011

4.2 Bilanzen

Bilanzen - euromicron AG							
Zahlenangaben in TEUR	Geschäftsjahr						
	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Aktiva							
<u>Langfristige Vermögenswerte</u>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	72,660	86,103	90,089	95,752	112,685	118,319	124,235
Sachanlagen	8,009	8,965	10,913	11,556	14,232	14,944	15,691
Finanzanlagen	66	44	1,082	894	939	986	1,035
Übrige Forderungen und sonstige VG	84	108	188	96	101	106	111
Latente Steuern	2,296	1,042	1,645	374	0	0	0
Summe langfristige Vermögenswerte	83,115	96,262	103,917	108,672	127,957	134,354	141,072
<u>Kurzfristige Vermögenswerte</u>							
Vorräte	12,523	14,353	13,235	17,185	29,425	27,982	29,381
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	36,243	45,126	49,961	55,401	85,245	85,249	89,511
Forderungen gegenüber verb. Unternehmen	0	0	0	0	0	0	0
Übrige Forderungen und sonstige VG	3,689	5,128	5,635	6,145	7,945	8,342	8,759
Wertpapiere und Zahlungsmittel	12,442	11,246	8,628	8,572	20,097	20,649	15,810
Summe kurzfristige Vermögenswerte	64,897	75,853	77,459	87,303	142,712	142,222	143,462
Bilanzsumme	148,012	172,115	181,376	195,975	270,669	276,577	284,534
<u>Eigenkapital</u>							
Summe Eigenkapital	70,445	73,801	71,415	89,262	95,647	102,061	109,861
<u>Langfristige Schulden</u>							
Rückstellungen	644	446	1,518	795	14,520	14,810	15,107
Verbindlichkeiten	23,615	23,607	21,678	18,076	39,398	38,610	37,838
Latente Steuern	3,111	4,295	5,597	6,618	2,127	0	0
Summe langfristige Schulden	27,370	28,348	28,793	25,489	56,045	53,420	52,944
<u>Kurzfristige Schulden</u>							
Rückstellungen	1,731	3,515	322	66	0	1,127	1,289
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	11,514	13,620	20,519	22,117	32,654	34,940	36,687
Sonstige Verbindlichkeiten	36,952	52,831	60,327	59,041	86,323	85,028	83,753
Latente Steuern	0	0	0	0	0	0	0
Summe kurzfristige Schulden	50,197	69,966	81,168	81,224	118,977	121,095	121,728
Bilanzsumme	148,012	172,115	181,376	195,975	270,669	276,577	284,534

Dr. KALLIWODA | RESEARCH © 2011

4.3 Kapitalflussrechnung

Kapitalflussrechnung - euromicron AG						
Zahlenangaben in TEUR	Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
1. Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit						
Nettoergebnis	12,038	13,415	17,219	22,235	22,285	26,302
Abschreibungen/Zuschreibungen	2,632	3,526	4,601	6,272	6,711	7,047
Veränderung des Working Capital	-7,461	3,961	-10,911	-33,347	2,033	-5,607
Andere	-2,681	-6,677	-2,430	9,542	-710	458
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	4,528	14,225	8,479	4,702	30,320	28,200
2. Cashflow aus der Investitionstätigkeit	-13,296	-9,872	-5,980	-19,614	-6,351	-6,668
3. Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	7,822	-5,891	-2,555	26,437	-23,417	-26,370
4. Finanzmittelbestand am Ende der Periode						
Veränderung des Zahlungsmittelbestandes	-946	-1,538	-56	11,525	552	-4,839
Finanzmittelbestand zu Beginn der Periode	11,112	10,166	8,628	8,572	20,097	20,649
Finanzmittelendbestand am Ende der Periode	10,166	8,628	8,572	20,097	20,649	15,810

Dr. KALLIWODA | RESEARCH © 2011

5 Bewertung

5.1 DCF-Modell

Für die Ermittlung des Fair Values wurden ein dreistufiges Discounted Cashflow Modell herangezogen. Als Datenbasis für die Bewertungen wurden die Konzernabschlüsse der euromicron AG verwendet.

Dem unterjährigen Bewertungsstichtag wurde durch die Abzinsung der operativen Free Cashflows auf den Bewertungsstichtag Rechnung getragen. Als Bewertungsstichtag wurde der 01.08.2011 gewählt. Soweit nicht betriebsnotwendiges Vermögen vorhanden war, wurde dessen Wert gesondert ermittelt und dem Barwert der Ausschüttungen zugerechnet.

Daran anknüpfend folgt die Residualwertphase, bei der wir mit einer Wachstumsrate von 2 Prozent p.a. kalkulieren.

/ Discounted Cash Flow-Modell (Basis 2011/8)

(Mio. EUR)	Phase 1					
	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Umsatz	285.10	305.06	320.31	336.33	349.78	363.77
Veränderungsrate	10%	7%	5%	5%	4%	4%
EBIT	25.08	25.08	29.04	30.35	31.21	32.45
Veränderungsrate	25%	0%	16%	5%	3%	4%
Marge	8.8%	8.2%	9.1%	9.0%	8.9%	8.9%
operativer Steueraufwand	-6.67	-6.69	-7.89	-8.30	-8.58	-8.96
Steuerquote (ex. Zinsergebnis)	26.6%	26.7%	27.2%	27.4%	27.5%	27.6%
NOPLAT	18.41	18.39	21.15	22.05	22.64	23.49
Abschreibungen imm. Verm. u. Sachanl.	6.27	6.71	7.05	7.40	7.70	8.00
Abschreibungsquote (%Umsatz)	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
Veränderung langf. Rückstellungen	13.73	0.29	0.30	0.30	0.31	0.31
Anteil Umsatz	4.8%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
Veränderung Working Capital	-6.13	3.16	-5.45	-4.80	-5.10	-5.43
Working-Capital-Ratio (%Umsatz)	-0.1%	1.0%	-1.7%	-1.4%	-1.5%	-1.5%
CAPEX	-19.61	-6.35	-6.67	-7.00	-7.35	-7.72
Investitionsquote (%Umsatz)	2.1%	6.4%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Sonstige Anpassungen	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Free Cash-Flow	12.66	22.20	16.38	17.95	18.18	18.65

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

5.2 WACC

Der Diskontierungssatz wurde mit Hilfe der gewichteten Kapitalkosten ermittelt. Wir gehen davon aus, dass sich die Kapitalstruktur in den kommenden Geschäftsjahren nicht wesentlich verändern wird.

WACC-Berechnung

Wachstumsprämissen

Langfristiges Wachstum / Inflationsrate
Angleichungsphase (ab 2017)
Anfangswachstum des Umsatzes
Margenentwicklung (p.a.)

2.0%
5 Jahre
1.0%
+1 BP

Eigenkapitalkosten

Langfristiger risikoloser Zinssatz
Risikoprämie Markt / Aktienmarktrendite
Beta des Unternehmens (Näherung)

4.0%
6.0%
1.00

Eigenkapitalkostensatz

10.0%

Fremdkapitalkosten

Fremdkapitalkostensatz (vor St.)
Steuersatz auf Fremdkapitalzinsen

8.0%
30.0%

Fremdkapitalkostensatz (nach St.)

5.6%

Wert des Eigenkapitals
Wert des Fremdkapitals
Gearing

98
91
92.5%

WACC

7.89%

Anpassungen des Fremdkapitals an den gegenwärtigen Marktzins wurden nicht getätigt. Die risikofreie Rendite basiert auf der Durchschnittsrendite 30 jähriger Bundesanleihen. Die Ermittlung der Risikoprämie folgt dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) und deckt insbesondere die systematischen Risiken (Marktrisikoprämie) ab. Unser Beta (1,0) zur Berechnung der Kapitalkosten haben wir Thomson Reuters entnommen.

5.3 Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 34,38. Er ist damit um 79,5 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 19,15). Die Modifikation der Aktionsparameter im Terminal Value sind der nachstehenden Sensitivitätsanalyse zu entnehmen. Diese zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes.

Sensitivitätsanalyse je Aktie						
(EUR)		Diskontierungszinssatz				
β = 1		7.39%	7.64%	7.89%	8.14%	8.39%
Wachstum	1.0%	35.12	33.20	31.43	29.77	28.23
	1.5%	36.83	34.73	32.79	30.99	29.33
	2.0%	38.85	36.52	34.38	32.41	30.60
	2.5%	41.29	38.66	36.27	34.08	32.08
	3.0%	44.28	41.26	38.54	36.08	33.85

Sensitivitätsanalyse Marktkapitalisierung						
(Mio. EUR)		Diskontierungszinssatz				
β = 1		7.39%	7.64%	7.89%	8.14%	8.39%
Wachstum	1.0%	180.03	170.21	161.10	152.62	144.71
	1.5%	188.78	178.01	168.07	158.88	150.34
	2.0%	199.15	187.19	176.23	166.15	156.85
	2.5%	211.65	198.16	185.91	174.72	164.46
	3.0%	226.99	211.50	197.56	184.95	173.49

5.4 Peer Group Analyse

Die aus unserem DCF-Modell hervorgegangene Bewertung der euromicron AG haben wir zusätzlich, mit Hilfe einer Peer Group Analyse, einer Plausibilitätsprüfung unterzogen. Dabei haben wir vorrangig Unternehmen ausgewählt, die in der Netzwerktechnologie-Branche tätig sind. Multiplikatorverfahren basieren auf einer vergleichenden Betrachtungsweise, indem geeignete Vervielfältiger aus Kapitalmarktdaten und Finanzberichterstattung börsennotierter Vergleichsunternehmen auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden.

Die Ausgangsdaten der Vergleichsunternehmen stammen von dem Informationsdienstleister Thomson Reuters.

Peer Group							
Peer Group	EV/EBITDA		EV/EBIT		KGV		EBIT-Marge
	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E	2010E
Adva AG Optical Networking	5.4	4.5	9.6	7.9	22.1	12.4	n.a
Alliance Fiber Optic Products Inc	3.6	n.a.	3.9	n.a.	14.5	10.7	14.4%
Batenburg Beheer NV	5.2	4.9	6.7	6.4	12.3	11.0	5.3%
Imtech NV	8.0	7.5	9.6	9.1	14.5	12.7	5.4%
Kontron AG	5.9	5.4	8.0	7.1	13.2	10.9	8.3%
Molex Inc	4.9	n.a.	7.3	n.a.	12.7	11.6	13.4%
Peer Benchmark	5.5	5.6	7.5	7.6	13.8	11.3	8.3%
euromicron AG communication & control te	4.7	5.0	5.9	6.5	7.2	8.0	9.9%
Discount (-)/Premium (+)	-14.2	-10.9	-21.7	-14.4	-48.3	-28.7	-16.5
Bewertungsbandbreite:	21.23 EUR bis 28.39 EUR						

Dr. Kalliwoda | Research © 2011

6 Kontakt

euromicron Aktiengesellschaft

Telefon: + 49 (0) 69 – 63 15 83 - 0

Telefax: + 49 (0) 69 – 63 15 83 - 17

Speicherstraße 1
D-60596 Frankfurt

E-Mail: ir-pr@euromicron.de

DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows		Rüterstraße 4a 60325 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 www.kalliwoda.com
Head: Dr. Norbert Kalliwoda E-Mail: nk@kalliwoda.com	CEFA-Analyst; University of Frankfurt/Main; PhD in Economics; Dipl.-Kfm.	<u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
Sven Bedbur E-Mail: sb@kalliwoda.com	Dipl.-Kfm. Analyst; University of Frankfurt/Main	<u>Sectors:</u> IT Services & Software, Financial Services, Mining & Exploration
Michael John E-Mail: mj@kalliwoda.com	Dipl.-Ing. (Aachen)	<u>Sectors:</u> Chemicals, Chemical Engineering, Basic Metals, Renewable Energies, Laser/Physics
Dr. Thomas Krassmann E-Mail: tk@kalliwoda.com	Dipl.-Geologist, M.Sc.; University of Göttingen & Rhodes University, South Africa;	<u>Sectors:</u> Raw Materials, Mining, Precious Metals, Gem stones.
Maximilian F. Kaessens E-Mail: mk@kalliwoda.com	Bachelor of Science in Business Administration (Babson College (05/2012), Babson Park, MA (US))	<u>Sectors:</u> Financials, Real Estate
Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
Dr. Erik Schneider E-Mail: es@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
David Schreindorfer E-Mail: ds@kalliwoda.com	MBA, Economic Investment Management; Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
Hellmut Schaarschmidt; E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt/Main.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
Robin-Andreas Braun E-Mail: rab@kalliwoda.com	Junior-Analyst; University of Frankfurt/Main (2012)	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
Patrick Bellmann E-Mail: pb@kalliwoda.com	Junior-Analyst; WHU - Otto Beisheim School of Management, Vallendar (2012)	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
Nele Rave E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; Native Speaker, German School London,	<u>Translations English</u>

Also view Sales and Earnings Estimates:

DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of Bloomberg, Thomson Reuters, vwd group and Factset

Analyst of this research:
Dr., Norbert Kalliwoda, CEFA



7 DISCLAIMER

KAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens 10 % aufweisen	BUY
AKKUMULIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 5% und 10% aufweisen	ACCUMULATE
HALTEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 5% und - 5% aufweisen	HOLD
REDUZIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen - 5% und - 10% aufweisen	REDUCE
VERKAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens - 10 % aufweisen	SELL

Additional Disclosure/Erklärung

DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH hat diese Analyse auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, gefertigt. Wir arbeiten so exakt wie möglich. Wir können aber für die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen und Meinungen keine Gewährleistung übernehmen.

Diese Studie ersetzt nicht die persönliche Beratung. Diese Studie gilt nicht als Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der in dieser Studie angesprochenen Anlageinstrumente. Daher rät DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH, sich vor einer Wertpapierdisposition an Ihren Bankberater oder Vermögensverwalter zu wenden.

Diese Studie ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Diese Studie darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Die Verteilung dieser Studie in andere internationale Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Studie gelangt, sollten sich über gegebenenfalls vorhandene Beschränkungen informieren und diese einhalten.

DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH sowie Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in dieser Studie erwähnten Wertpapieren oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Wertpapiere oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern.

Mögliche Interessenskonflikte

Weder DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals;
- war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt;
- hält an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals;
- hat die analysierten Wertpapiere auf Grund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.

Nur mit dem Unternehmen euromicron AG bestehen vertragliche Beziehungen zu DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH für die Erstellung von Research-Studien. Durch die Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Leser/Empfänger die Verbindlichkeit dieses Disclaimers.

DISCLAIMER

The information and opinions in this analysis were prepared by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH. The information herein is believed by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH to be reliable and has been obtained from public sources believed to be reliable. With the exception of information about DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH, DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH makes no representation as to the accuracy or completeness of such information.

Opinions, estimates and projections in this report constitute the current judgement of the author as of the date of this analysis. They do not necessarily reflect the opinions, projection, forecast or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate, except if research on the subject company is withdrawn. Prices and availability of financial instruments also are subject to change without notice. This report is provided for informational purposes only. It is not to be construed as an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell any financial instruments or to participate in any particular trading strategy in any jurisdiction. The financial instruments discussed in this report may not be suitable for all investors and investors must make their own investment decision using their own independent advisors as they believe necessary and based upon their specific financial situations and investment objectives. If a financial instrument is denominated in a currency other than an investor's currency, a change in exchange rates may adversely affect the price or value of, or the income derived from, the financial instrument, and such investor effectively assumes currency risk. In addition, income from an investment may fluctuate and the price or value of financial instruments described in this report, either directly or indirectly, may rise or fall. Furthermore, past performance is not necessarily indicative of future results.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person for any purpose without DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH's prior written consent. Please cite source when quoting.