

Update

BUY

Target Price: 26,20 EUR

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

Kurs aktuell: 19,80
Hoch Tief
Kurs 52 W. 20,43 13,19
Marktkap. (Mio. EUR) 101,5
Anzahl Aktien (in Mio.) 5,1

Aktionäre

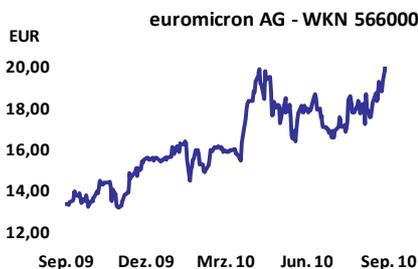
Freefloat 67,3%
Longview S.A. 11,3%
DWS Investment GmbH 5,7%
AvW Gruppe 5,5%
Allianz Global Investors 5,2%
Universal-Investment 5,0%

Performance

4 Wochen 11,9%
13 Wochen 10,8%
26 Wochen 24,2%
52 Wochen 48,2%
lfd. Jahr 26,4%

Dividende

	in EUR	in %
2008	1,00	56%
2009e	1,00	42%
2010e	1,16	50%
2011e	1,27	50%



Dr. Norbert Kalliwoda
nk@kalliwoda.com

Kolja Schick – Freiherr von Flotow
ks@kalliwoda.com

Phone: +49 (69) 97 20 58 53
www.kalliwoda.com

euromicron AG

Erfolgreiches erstes Halbjahr

- Die ersten sechs Monate verliefen erfolgreich für euromicron. Der Umsatz konnte auf 96,2 Mio. Euro deutlich gesteigert werden (+9,6 Prozent), ebenso wie das operative Ergebnis (7,1 Mio. Euro; +15,9 Prozent). Das Periodenergebnis lag bei 4,1 Mio. Euro und damit 21 Prozent über dem Vorjahreswert. Die Materialkosten konnten gesenkt werden. Personal- und sonstige Aufwendungen stiegen leicht aufgrund des gestiegenen Auftragsvolumens und damit einhergehender Projektvorfinanzierungen.
- Der Auftragseingang lag in H1 bei 108,9 Mio. Euro, was einer Steigerung von 23 Prozent entspricht. Zum 30.06.2010 verzeichnete euromicron mit 100,8 Mio. Euro den höchsten Auftragsbestand der Unternehmensgeschichte.
- euromicron spürt eine gestiegene Investitionsneigung bei seinen Kunden. Die Phase der Zurückhaltung bei Investitionen scheint vorüber zu sein. Die Unternehmen blicken optimistischer in die Zukunft und investieren wieder entsprechend. In der ITK-Branche hellt sich daher die Stimmung auf und der Großteil der Unternehmen erwartet steigende Umsätze. euromicron ist gut aufgestellt, um von steigenden Investitionen zu profitieren. Die Entwicklungen im Internet (steigender Datentransfer allgemein sowie von sensiblen Daten), lässt die Nachfrage nach Lösungen von euromicron steigen.
- Der Aktienüberhang des Altaktionärs Nord/LB, der die Kursentwicklung der euromicron Aktie hemmte, ist beseitigt, was in Verbindung mit positiven Ergebnissen für einen Schub sorgen könnte. Wir haben unsere Schätzungen leicht nach oben angepasst und gelangen in unserer Bewertung zu einem fairen Wert von 26,21 Euro.

Mio. EUR	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Umsatzerlöse	164,63	187,33	206,07	217,40	226,10
EBITDA	18,85	21,10	24,73	26,74	29,39
EBIT	16,00	18,04	21,02	22,61	25,10
Nettoergebnis	8,07	10,74	11,91	13,04	14,82
EPS	1,78	2,39	2,40	2,62	2,98
BVPS	16,39	17,82	19,12	20,67	22,52
CFPS	1,01	3,16	2,60	3,79	3,99
KBV	0,64	0,88	1,33	1,23	1,13
RoE	11,32 %	13,39 %	12,53 %	12,69 %	13,24 %
RoS	4,90 %	5,74 %	5,78 %	6,00 %	6,55 %
EBIT Marge	9,72 %	9,63 %	10,20 %	10,40 %	11,10 %

Inhalt

1	Unternehmensprofil	3
2	Aktuelle Entwicklung.....	3
2.1	Ausblick	6
3	Aktie	8
4	Finanzteil.....	9
4.1	Gewinn- und Verlustrechnung	9
4.2	Bilanzen.....	10
4.3	Kapitalflussrechnung.....	11
5	Bewertung	12
5.1	DCF-Modell	12
5.2	WACC.....	13
5.3	Fair Value – Sensitivitäten	13
6	Kontakt.....	14
7	DISCLAIMER.....	15

1 Unternehmensprofil

Die euromicron AG ist Hersteller und Anbieter von Lösungen in der Netzwerk- und Lichtwellenleiter-Technologie. Die Gesellschaft agiert als Full-Service Anbieter im Bereich Kommunikations- und Sicherheitslösungen. Das Unternehmen deckt die gesamte Wertschöpfungskette ab, indem neben Planung, Implementierung und Wartung von Netzwerken sowohl Entwicklung, Produktion und Vertrieb von Netzwerkkomponenten, als auch Beratung und Beschaffung angeboten werden. euromicron ist spezialisiert auf kundenspezifische Produkte und Dienstleistungen für unterschiedlichste Branchen und Anforderungen.

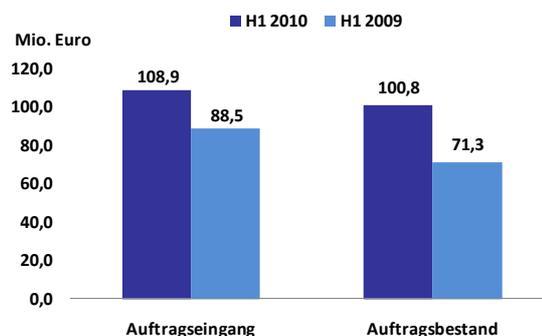
Zu den Kunden von euromicron gehören Telekommunikationsnetzbetreiber wie die Deutsche Telekom und Infrastrukturanbieter wie die Deutsche Bahn, die größter Kunde ist. Außerdem zählen Betreiber von Rechenzentren und Unternehmen, die einen schnellen und sensiblen Datenaustausch innerhalb ihres Geschäftsmodells 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 konnte die positive Entwicklung des ersten Quartals auch für die ersten sechs Monate bestätigen. Der Umsatz stieg um 9,6 Prozent gegenüber H1 2009 auf 96,2 Mio. Euro. Das operative Ergebnis konnte sogar noch deutlicher gesteigert werden, nämlich um 15,9 Prozent auf 7,1 Mio. Euro. Das Periodenergebnis lag bei 4,1 Mio. Euro und damit 21 Prozent höher als vor Jahresfrist. Der Auftragseingang lag in H1 bei 108,9 Mio. Euro, was einer Steigerung von 23 Prozent entspricht. Zum 30.06.2010 verzeichnete euromicron mit 100,8 Mio. Euro den höchsten Auftragsbestand der Unternehmensgeschichte.

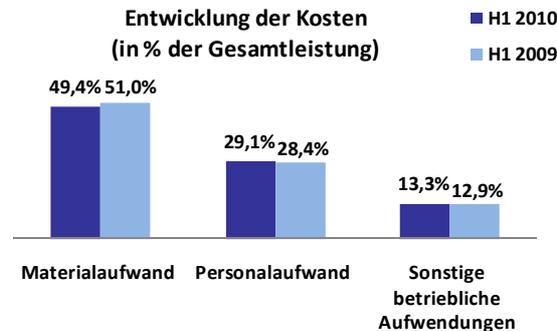
Auftragseingang und Auftragsbestand



Quelle: Unternehmen

Die Materialkosten konnten in den ersten sechs Monaten leicht auf 49,4 Prozent der Gesamtleistung gesenkt werden. Der Personalaufwand und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen stiegen hingegen leicht an. Dies war hauptsächlich Änderungen im Konsolidierungskreis und den Ausbau des Vertriebs zuzuschreiben. Auch der Zinsaufwand stieg leicht an, aufgrund gestiegener Projektvorfinanzierungen.

Entwicklung der Kosten in H1

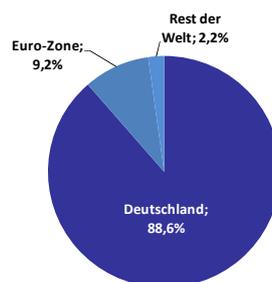


Quelle: Unternehmen

Regionale Umsatzverteilung

Die Umsatzverteilung spiegelt die Strategie von euromicron wieder, sich auf den Heimatmarkt und einige Nachbarländer zu konzentrieren. Weitere europäische Länder werden über Export- und Projektgeschäfte bearbeitet, während außereuropäische Länder nicht fokussiert werden.

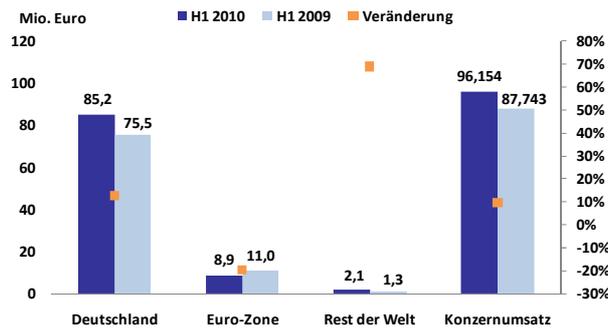
Regionale Umsatzverteilung in H1



Quelle: Unternehmen

Deutschland war auch im ersten Halbjahr 2010 der mit Abstand größte Markt von euromicron und konnte gegenüber dem Vorjahreszeitraum 13 Prozent zulegen. Der Anteil am Konzernumsatz betrug 88,6 Prozent. Deutlich dahinter folgt die Euro-Zone, die 9,2 Prozent an den Umsätzen von euromicron ausmachte. Allerdings fielen die Umsätze aus dieser Region um 20 Prozent gegenüber H1 2009. Dementsprechend nahm der Anteil am Konzernumsatz gegenüber dem Vorjahreszeitraum um ein Viertel ab.

Die Umsätze in H1 nach Regionen



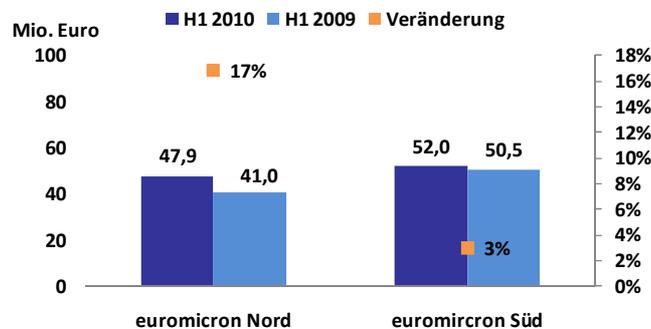
Quelle: Unternehmen

Im Rest der Welt konnte der Umsatz um 69 Prozent zulegen, allerdings auf sehr kleinem Niveau. Der Anteil am Gesamtumsatz des euromicron Konzerns lag bei 2,2 Prozent.

Segmente

Die beiden Segmente euromicron Nord und euromicron Süd konnten im ersten Halbjahr beim Umsatz zulegen. Das Segment Nord erzielte mit 47,9 Mio. Euro einen um 17 Prozent höheren Umsatz als im Vorjahr. Der Umsatz des Bereichs Süd lag bei 52,0 Mio. Euro, was einem Anstieg von 3 Prozent entspricht.

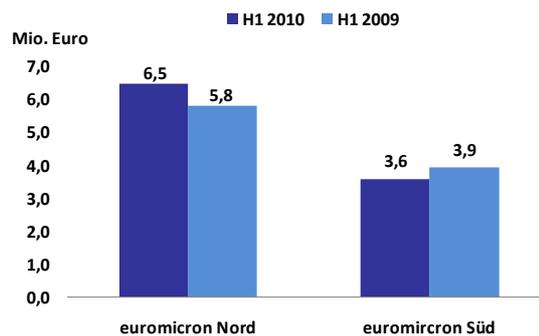
Umsatz nach Segmenten



Quelle: Unternehmen

Beim operativen Ergebnis zeigten die Segmente unterschiedliche Ergebnisse. Während das Segment Nord das EBIT um 12 Prozent steigern konnte, verlor das Segment Süd -9 Prozent gegenüber dem Vorjahreszeitraum. Das Segment Nord lieferte mit 6,5 Mio. Euro einen höheren Ergebnisbeitrag als der Bereich Süd mit 3,6 Mio. Euro.

EBIT nach Segmenten



Quelle: Unternehmen

Der operative Cashflow war mit -2,6 Mio. Euro in den ersten sechs Monaten negativ. Die Ursache hierfür war insbesondere das Umsatzwachstum, das aufgrund zahlreicher Projektvorfinanzierungen einen gestiegenen Working Capital Bedarf mit sich brachte. Mit Abrechnung der Projekte wird sich dieser Effekt umkehren und für einen positiven Mittelzufluss sorgen.

Kapitalerhöhung

Im Laufe des zweiten Quartals 2010 führte euromicron eine Kapitalerhöhung durch, um die Kapitalstruktur zu stärken und das organische Wachstum der nächsten Jahre zu sichern. Es wurden 465.999 Aktien ausgegeben, womit sich die Anzahl der Aktien um 10 Prozent erhöhte. Der Ausgabekurs lag bei 16,50 Euro, so dass euromicron einen Bruttomittelzufluss in Höhe von 7,69 Mio. Euro verzeichnen konnte.

2.1 Ausblick

Nach den positiven Zahlen für das erste Halbjahr bleibt der Ausblick ebenfalls positiv. Der höchste Auftragseingang der Unternehmensgeschichte deutet auf ein erfolgreiches Gesamtjahr hin. Nach der Investitionszurückhaltung während der Krisenzeit spürt euromicron nun eine höhere Investitionsneigung auf der Kundenseite. Für die gesamte ITK-Branche wird für 2010 ein Umsatzwachstum prognostiziert. In Verbindung mit einer sich weiter aufhellenden Konjunktur sollte dies die Grundlage für weiteres Wachstum bei euromicron sein.

Wachstumsbranche ITK

Generell ist davon auszugehen, dass die Datenvolumina im Internet weiter steigen werden und damit auch die Nachfrage nach Lösungen in der Netzwerk- und Lichtwellenleiter-Technologie. Dafür sorgen die steigenden Transaktionen im Internet (Online-Shopping), genauso wie der steigende Versand von Dokumenten über das Internet (E-Postbrief). Außerdem erfordern multimediale Anwendungen und Online-Games, die sich immer größerer Beliebtheit erfreuen, hohe Datenraten. Auch Sicherheitsaspekte spielen eine Rolle, denn der

Transfer von sensiblen Daten (im Online-Banking, Kreditkartendaten beim Online-Shopping, Patientendaten) erfordert sichere Infrastrukturen. Da euromicron auch Lösungen in diesem Bereich anbietet, wird auch die steigende Nachfrage nach sicheren Netzwerken und Leitungen zu einem Umsatzwachstum bei der Gesellschaft führen. Das kontinuierliche Kostenmanagement sorgt für die Effizienz, so dass auch das Ergebnis mit dem Umsatz wachsen wird.

Aktienüberhang beseitigt

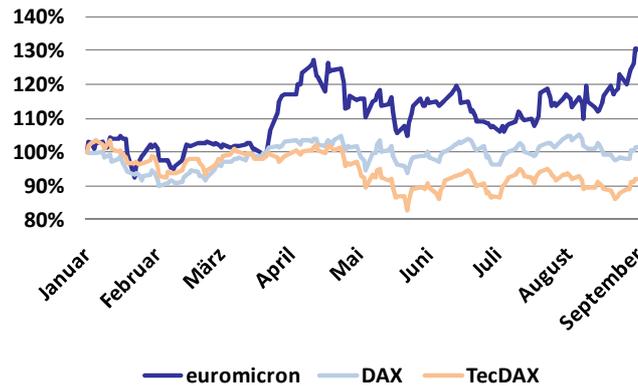
Positiv auf den Aktienkurs könnte sich die Tatsache auswirken, dass die Nord/LB ihre Anteile mittlerweile komplett abgestoßen hat. Die Verkäufe dieses Aktionärs über den Markt hatten die Kursentwicklung gehemmt. Eingestiegen sind bzw. ihren Anteil erhöht haben dagegen DWS Investment GmbH, Allianz Global Invest und Universal Investment.

Wir haben unsere Schätzungen angepasst und gelangen zu einem fairen Wert von 26,21 Euro je Aktie. Unsere Empfehlung lautet weiterhin „Kaufen“.

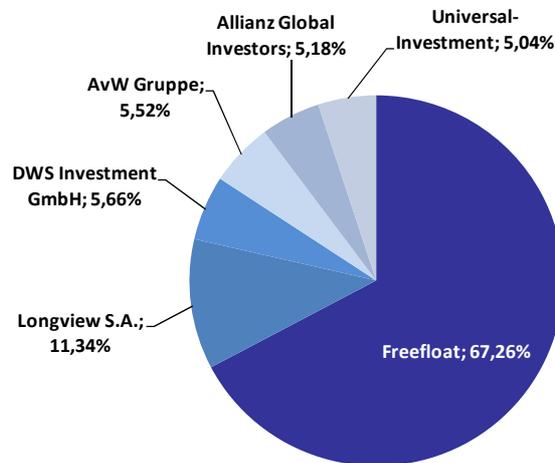
3 Aktie

Die Aktie der euromicron AG lief in Q1 des Jahres ähnlich wie DAX und TecDAX schwankend um den Jahresanfangskurs. Seit Ende März entwickelt sich die euromicron Aktie deutlich besser als die Vergleichsindizes. Aktuell liegt sie etwas unter ihrem Jahreshöchststand von Anfang September (20,43 Euro) und damit ca. 25 Prozent über dem Jahresanfangskurs. Dabei schlägt sie DAX und TecDAX deutlich.

Wertentwicklung der euromicron Aktie 2010



Aktionärsstruktur



Quelle: Thomson Reuters, Unternehmen

In der Aktionärsstruktur ergaben sich im Jahresverlauf einige Änderungen. Die Nord/LB, die seit einiger Zeit Aktien über den Markt veräußerte und damit die Kursentwicklung der euromicron Aktie hemmte, hat ihre letzten Anteile verkauft. Dafür sind mit DWS Investment GmbH, Allianz Global Invest und Universal Investment namhafte Investoren hinzugekommen bzw. haben ihren Anteil erhöht. Einer Kursentwicklung sollte somit von Aktionärsseite nichts mehr im Wege stehen.

4 Finanzteil

4.1 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung - euromicron AG							
Zahlenangaben in TEUR	Geschäftsjahr						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
<i>Umsatzerlöse</i>	136.457	164.628	187.334	206.067	217.401	226.097	234.011
<i>Bestandsveränderungen</i>	-2.576	-1.427	-6.882	0	0	0	0
<i>Aktivierete Eigenleistungen</i>	784	358	1.702	0	0	0	0
Gesamtleistung	134.665	163.559	182.154	206.067	217.401	226.097	234.011
<i>Sonstige betriebliche Erträge</i>	2.153	2.618	2.101	2.061	2.174	2.261	2.340
<i>Materialaufwand</i>	-62.345	-83.517	-92.468	-100.973	-108.701	-113.049	-117.005
Rohergebnis	74.473	82.660	91.787	107.155	110.875	115.310	119.345
<i>Personalaufwand</i>	-39.543	-43.009	-48.136	-54.608	-56.524	-58.785	-60.843
<i>Abschreibungen</i>	-3.210	-2.847	-3.060	-3.709	-4.131	-4.296	-4.446
<i>Sonstige betriebliche Aufwendungen</i>	-19.711	-20.804	-22.554	-27.819	-27.610	-27.132	-28.081
Betriebsergebnis	12.009	16.000	18.037	21.019	22.610	25.097	25.975
<i>Finanzergebnis</i>	-1.933	-3.962	-2.832	-2.900	-2.842	-2.785	-2.729
Ergebnis vor Steuern (u. Minderheit.)	10.076	12.038	15.205	18.119	19.768	22.312	23.246
<i>Steuern vom Einkommen und Ertrag</i>	-2.592	-3.305	-3.758	-5.436	-5.930	-6.693	-6.974
Ergebnis vor Minderheitenanteilen	7.484	8.733	11.447	12.683	13.837	15.618	16.272
<i>Minderheitenanteile</i>	-482	-666	-703	-773	-800	-800	-800
Periodenüberschuss	7.002	8.067	10.744	11.910	13.037	14.818	15.472
<i>Ergebnis je Aktie (unverwässert) reported</i>	1,53	1,78	2,39	2,40	2,62	2,98	3,11
<i>Ergebnis je Aktie (verwässert) reported</i>	1,53	1,78	2,39	2,40	2,62	2,98	3,11
Veränderung zum Vorjahr							
<i>Umsatzerlöse</i>		20,6%	13,8%	10,0%	5,5%	4,0%	3,5%
<i>Bestandsveränderungen</i>		-44,6%	382,3%	-100,0%			
<i>Aktivierete Eigenleistungen</i>		-54,3%	375,4%	-100,0%			
Gesamtleistung		21,5%	11,4%	13,1%	5,5%	4,0%	3,5%
<i>Sonstige betriebliche Erträge</i>		21,6%	-19,7%	-1,9%	5,5%	4,0%	3,5%
<i>Materialaufwand</i>		34,0%	10,7%	9,2%	7,7%	4,0%	3,5%
Rohergebnis		11,0%	11,0%	16,7%	3,5%	4,0%	3,5%
<i>Personalaufwand</i>		8,8%	11,9%	13,4%	3,5%	4,0%	3,5%
<i>Abschreibungen</i>		-11,3%	7,5%	21,2%	11,4%	4,0%	3,5%
<i>Sonstige betriebliche Aufwendungen</i>		5,5%	8,4%	23,3%	-0,8%	-1,7%	3,5%
Betriebsergebnis		33,2%	12,7%	16,5%	7,6%	11,0%	3,5%
<i>Finanzergebnis</i>		105,0%	-28,5%	2,4%	-2,0%	-2,0%	-2,0%
Ergebnis vor Steuern (u. Minderheit.)		19,5%	26,3%	19,2%	9,1%	12,9%	4,2%
<i>Steuern vom Einkommen und Ertrag</i>		27,5%	13,7%	44,6%	9,1%	12,9%	4,2%
Ergebnis vor Minderheitenanteilen		16,7%	31,1%	10,8%	9,1%	12,9%	4,2%
<i>Minderheitenanteile</i>		38,2%	5,6%	10,0%	3,5%	0,0%	0,0%
Periodenüberschuss		15,2%	33,2%	10,9%	9,5%	13,7%	4,4%
Anteil an der Gesamtleistung							
<i>Umsatzerlöse</i>	101,3%	100,7%	102,8%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
<i>Bestandsveränderungen</i>	-1,9%	-0,9%	-3,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<i>Aktivierete Eigenleistungen</i>	0,6%	0,2%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gesamtleistung	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
<i>Sonstige betriebliche Erträge</i>	1,6%	1,6%	1,2%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
<i>Materialaufwand</i>	-46,3%	-51,1%	-50,8%	-49,0%	-50,0%	-50,0%	-50,0%
Rohergebnis	55,3%	50,5%	50,4%	52,0%	51,0%	51,0%	51,0%
<i>Personalaufwand</i>	-29,4%	-26,3%	-26,4%	-26,5%	-26,0%	-26,0%	-26,0%
<i>Abschreibungen</i>	-2,4%	-1,7%	-1,7%	-1,8%	-1,9%	-1,9%	-1,9%
<i>Sonstige betriebliche Aufwendungen</i>	-14,6%	-12,7%	-12,4%	-13,5%	-12,7%	-12,0%	-12,0%
Betriebsergebnis	8,9%	9,8%	9,9%	10,2%	10,4%	11,1%	11,1%
<i>Finanzergebnis</i>	-1,4%	-2,4%	-1,6%	-1,4%	-1,3%	-1,2%	-1,2%
Ergebnis vor Steuern (u. Minderheit.)	7,5%	7,4%	8,3%	8,8%	9,1%	9,9%	9,9%
<i>Steuern vom Einkommen und Ertrag</i>	-1,9%	-2,0%	-2,1%	-2,6%	-2,7%	-3,0%	-3,0%
Ergebnis vor Minderheitenanteilen	5,6%	5,3%	6,3%	6,2%	6,4%	6,9%	7,0%
<i>Minderheitenanteile</i>	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,3%
Periodenüberschuss	5,2%	4,9%	5,9%	5,8%	6,0%	6,6%	6,6%

Dr. KALLIWODA | RESEARCH © 2010

4.2 Bilanzen

Bilanzen - euromicron AG							
Zahlenangaben in TEUR	Geschäftsjahr						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
Aktiva							
<i>Langfristige Vermögenswerte</i>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	72.660	86.103	93.623	97.204	96.868	98.805	99.228
Sachanlagen	8.009	8.965	10.913	11.259	11.146	11.314	11.483
Finanzanlagen	66	44	1.082	1.104	1.115	1.135	1.146
Übrige Forderungen und sonstige VG	84	108	188	192	196	200	203
Latente Steuern	2.296	1.042	1.405	1.275	1.448	1.483	1.053
Summe langfristige Vermögenswerte	83.115	96.262	107.211	111.033	110.772	112.936	113.114
<i>Kurzfristige Vermögenswerte</i>							
Vorräte	12.523	14.353	13.235	13.897	12.181	10.937	10.718
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	36.243	45.126	51.197	53.757	55.370	55.923	56.482
Forderungen gegenüber verb. Unternehmen	0	0	0	0	0	0	0
Übrige Forderungen und sonstige VG	3.689	5.128	4.489	2.809	4.186	3.498	4.337
Wertpapiere und Zahlungsmittel	12.442	11.246	9.773	11.085	18.320	25.197	30.833
Summe kurzfristige Vermögenswerte	64.897	75.853	78.694	81.548	90.056	95.555	102.370
Bilanzsumme	148.012	172.115	185.905	192.581	200.829	208.491	215.484
<i>Eigenkapital</i>							
Gezeichnetes Kapital	11.914	11.914	11.914	13.107	13.107	13.107	13.107
Eigene Anteile	-1.680	-2.941	-2.941	-2.941	-2.941	-2.941	-2.941
Kapitalrücklage	61.781	61.781	61.781	68.125	68.125	68.125	68.125
Konzernrücklagen und Ergebnisvorräte	-9.086	-5.689	-2.124	3.831	10.350	17.759	25.495
Unterschiedsbetrag Marktbewertung Wertpapiere	-170	-429	-358	-108	-56	-56	-58
Konzernjahresüberschuss	7.002	8.067	10.744	11.910	13.037	14.818	15.472
Minderheitenanteile	684	1.098	1.248	1.100	1.100	1.100	1.100
Summe Eigenkapital	70.445	73.801	80.264	95.024	102.722	111.912	120.300
<i>Langfristige Schulden</i>							
Rückstellungen	644	446	1.011	910	953	830	926
Verbindlichkeiten	23.615	23.607	18.803	16.803	16.749	15.962	15.670
Latente Steuern	3.111	4.295	5.189	4.105	4.422	3.541	3.106
Summe langfristige Schulden	27.370	28.348	25.003	21.818	22.124	20.333	19.702
<i>Kurzfristige Schulden</i>							
Rückstellungen	1.731	3.515	1.467	1.622	1.801	2.000	1.288
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	11.514	13.620	20.519	20.314	21.330	21.116	19.849
Sonstige Verbindlichkeiten	36.952	52.831	58.652	53.803	52.852	53.130	54.345
Latente Steuern	0	0	0	0	0	0	0
Summe Kurzfristige Schulden	50.197	69.966	80.638	75.739	75.983	76.246	75.482
Bilanzsumme	148.012	172.115	185.905	192.581	200.829	208.491	215.484

Dr. KALLIWODA | RESEARCH © 2010

4.3 Kapitalflussrechnung

Kapitalflussrechnung - euromicron AG						
Zahlenangaben in TEUR	Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
1. Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit						
Ergebnis vor Ertragssteuern	12.038	15.205	18.119	19.768	22.312	23.246
Zinsergebnis	3.962	2.832	2.900	2.842	2.785	2.729
Abschreibungen/Zuschreibungen	2.632	3.060	3.709	4.131	4.296	4.446
Ergebnis aus Anlagenabgängen	-48	-284	-260	-197	-247	-235
Wertberichtigungen auf Forderungen und Vorräte	784	309	603	565	492	554
Nach der POC-Methode realisierte Teilgewinne	-1.577	-3.232	-1.917	-2.242	-2.464	-2.208
Veränderung der latenten Steuern	2.234	1.204	1.719	1.462	1.590	1.526
Veränderung Rückstellungen	-447	-1.309	54	222	76	-616
Brutto Cashflow	19.578	17.785	24.926	26.550	28.840	29.442
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit						
Veränderung der Vorräte	-10.995	5	-662	1.716	1.244	219
Veränderung der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	8.778	3.935	-2.560	-1.613	-554	-559
Veränderung der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	572	860	-205	1.016	-213	-1.267
Sonstige betriebliche Aktiva und Passiva	-5.816	-1.456	-2.001	-1.910	-2.796	-2.041
Gezahlte und erhaltene Ertragssteuern	-2.870	-4.509	-3.690	-4.099	-3.894	-3.997
Gezahlte und erhaltene Zinsen	-4.719	-2.395	-2.900	-2.842	-2.785	-2.729
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	4.528	14.225	12.909	18.817	19.842	19.067
2. Cashflow aus der Investitionstätigkeit						
Auszahlungen für Investitionen ins Anlagevermögen	-4.149	-6.534	-3.709	-4.131	-4.296	-4.446
Einzahlungen aus Abgängen von Gegenständen des Anlagevermögens	207	640	551	666	516	593
Einzahlungen aus Abgängen von Finanzanlagen	28	0	238	97	91	106
Auszahlungen aus Erwerb von Finanzanlagen/kons. U.	-9.382	-3.978	0	0	0	0
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	-13.296	-9.872	-2.920	-3.368	-3.689	-3.747
3. Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit						
Gezahlte Dividenden	-3.605	-4.503	-5.955	-6.519	-7.409	-7.736
Ausschüttungen an/Entnahmen von Minderheitsgesellschaftern	-252	-552	-580	-609	-639	-671
Eigene Anteile	-1.261	0	0	0	0	0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	12.940	-836	-997	-1.087	-1.227	-1.279
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	7.822	-5.891	-7.531	-8.215	-9.275	-9.685
4. Finanzmittelfonds am Ende der Periode						
sonstige Veränderungen des Finanzmittelendbestands	0	0	0	0	0	0
Veränderungen aus 1, 2 und 3	-946	-1.538	2.457	7.235	6.878	5.635
Cashflows zu Beginn der Periode	11.112	10.166	8.628	11.085	18.320	25.197
Finanzmittelendbestand am Ende der Periode	10.166	8.628	11.085	18.320	25.197	30.833

Dr. KALLIWODA | RESEARCH © 2010

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 01.09.2010 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 2010/9)

(Mio. EUR)	Phase 1					
	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Umsatz	206,07	217,40	226,10	234,01	243,37	251,89
Veränderungsrate	10%	5%	4%	3%	4%	3%
EBIT	21,02	22,61	25,10	25,98	26,49	27,71
Veränderungsrate	-	8%	1%	4%	2%	5%
Marge	10,2%	10,4%	11,1%	11,1%	10,9%	11,0%
Zins/Beteiligungsergebnis	-2,90	-2,84	-2,79	-2,73	-3,55	-3,21
EBT ex. Zinsergebnis	18,12	19,77	22,31	23,25	22,94	24,50
operativer Steueraufwand	-5,44	-5,93	-6,69	-6,97	-6,88	-7,35
Steuerquote (ex. Zinsergebnis)	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Abschreibungen imm. Verm. u. Sachanl.	3,71	4,13	4,30	4,45	3,85	4,28
Abschreibungsquote (%Umsatz)	1,8%	1,9%	1,9%	1,9%	1,6%	1,7%
Veränderung langf. Rückstellungen	-0,10	0,04	-0,12	0,10	-0,10	-0,30
Anteil Umsatz	0,0%	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%	-0,1%
CF-Geschäftsbedarf (Veränderung WC)	-5,27	-0,61	-2,12	-4,36	-4,87	-5,04
Working-Capital-Ratio (%Umsatz)	-2,6%	-0,3%	-0,9%	-1,9%	-2,0%	-2,0%
Investitionen	-2,92	-3,37	-3,69	-3,75	-3,53	-4,79
Investitionsquote (%Umsatz)	-1,4%	-1,5%	-1,6%	-1,6%	-1,5%	-1,9%
Sonstige Anpassungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Free Cash-Flow	8,10	14,03	13,98	12,71	11,41	11,31

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

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	2,0%
Angleichungsphase (ab 2016)	5 Jahre
Anfangswachstum des Umsatzes	1,0%
Margenerweiterung (p.a.)	+3 BP

Eigenkapitalkosten

Langfristiger risikoloser Zinssatz	4,0%
Risikoprämie Markt / Aktienmarktrendite	5,0%
Beta des Unternehmens (Näherung)	0,95
Eigenkapitalkostensatz	8,8%

Fremdkapitalkosten

Fremdkapitalkostensatz (vor St.)	7,0%
Steuersatz auf Fremdkapitalzinsen	30,0%
Fremdkapitalkostensatz (nach St.)	4,9%

Wert des Eigenkapitals	104
Wert des Fremdkapitals	98
Gearing	93,8%
WACC	6,89%

Anpassungen des Fremdkapitals an den gegenwärtigen Marktzins wurden nicht getätigt. Die risikofreie Rendite basiert auf der Durchschnittsrendite 30jähriger Bundesanleihen. Die Ermittlung der Risikoprämie folgt dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) und deckt insbesondere die systematischen Risiken (Marktrisikoprämie) ab. Der von uns verwendete Betawert zur Ermittlung des unternehmensspezifischen Risikos orientiert sich an der Wertentwicklung des Referenzindex DAX.

5.3 Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 26,21. Er ist damit um 33 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 19,80). 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 = 0,95		6,39%	6,64%	6,89%	7,14%	7,39%
Wachstum	1,0%	26,38	24,82	23,40	22,09	20,88
	1,5%	28,03	26,27	24,67	23,22	21,88
	2,0%	30,06	28,03	26,21	24,57	23,07
	2,5%	32,60	30,22	28,10	26,21	24,50
	3,0%	35,90	33,00	30,47	28,24	26,26

Sensitivitätsanalyse Marktkapitalisierung						
(Mio.EUR)		Diskontierungszinssatz				
β = 0,95		6,39%	6,64%	6,89%	7,14%	7,39%
Wachstum	1,0%	135,24	127,25	119,93	113,21	107,02
	1,5%	143,69	134,67	126,47	119,00	112,16
	2,0%	154,07	143,69	134,35	125,92	118,26
	2,5%	167,13	154,89	144,03	134,33	125,61
	3,0%	184,03	169,17	156,19	144,77	134,63

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

<u>DR. KALLIWODA</u> RESEARCH GmbH		Rüsterstraße 4a 60325 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 www.kalliwoda.com
Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows		
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
Michael John E-Mail: mj@kalliwoda.com	Dipl.-Ing. (Aachen)	<u>Sectors:</u> Chemicals, chemical engineering, basic metals, renewable energies, laser/physics
Maximilian F. Kaessens E-Mail: tk@kalliwoda.com	Bachelor of Science in Business Management (Uni. Boston (05/2012), Babson Park, MA) (US))	<u>Sectors:</u> Financials, Real Estates
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.
Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
Kolja Schick – Freiherr von Flotow E-Mail: ks@kalliwoda.com	Dipl.-Kaufmann, (University Frankfurt/Main).	<u>Sectors:</u> Consumers, Automotives, Automotive Suppliers, Mechanical Engineering
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
Nele Rave E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; Native Speaker, German School London,	<u>Translations English</u>

Also view Sales and Earnings Estimates:

Analysts of this research:

DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of

Dr. Norbert Kalliwoda, CEFA Kolja Schick–von Flotow

Bloomberg
Thomson Reuters
vwd group
Factset



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.