

Update

KAUFEN

Kursziel: EUR 29,17

**Branche:** Technologie  
**Land:** Deutschland  
**WKN:** A1K030  
**Reuters:** EUCG.DE  
**Bloomberg:** EUCA GR  
**Webseite:** www.euromicron.de

**Kurs aktuell:** 16.80  
**Hoch** **Tief**  
**Kurs 52 W.** 22.66 14.89  
**Marktkap. (Mio. EUR)** 112.0  
**Anzahl Aktien (in Mio.)** 6.7

**Aktionärsstruktur**

**Streubesitz** 83.6%  
**Allianz Global Investors** 5.2%  
**Universal Investment** 5.0%  
**Union Investment** 3.2%  
**Erste Sparinvest** 3.0%

**Performance**

**4 Wochen** -9.7%  
**26 Wochen** -16.4%  
**52 Wochen** -12.2%  
**lfd. Jahr** -17.5%

**Dividende**

	EUR/Aktie	in %
2009	1.00	46%
2010	1.10	46%
2011e	1.20	53%
2012e	1.30	50%
2013e	1.40	49%

euromicron AG

9M-Zahlen bestätigen unsere positive Einschätzung

- Nach einem überaus gelungenen H1/11 konnte die euromicron ihre Finanzergebnisse im Q3/11 nochmals verbessern. Aufgrund einer weiterhin starken Nachfrage nach Netzwerklösungen und -komponenten sowie der seit dem 7 Juni 2011 konsolidierten telent GmbH erhöhte sich der Umsatz in den 9M/11 um 47,3% auf EUR 220,6 Mio. Das organische Wachstum lag dabei nach Unternehmensangaben bei ca. 30%. In Deutschland, das 87,6% zum Gesamtumsatz beitrug, konnte die euromicron ihren Umsatz um 45,9% auf EUR 193,3 Mio. steigern.
- Aufgrund einer höheren Materialaufwandsquote (55,9% vs. 51,9% in den 9M/10), die auf eine gestiegenen Inanspruchnahme von Subunternehmern zurückging, entwickelte sich die Profitabilität etwas schwächer als der Umsatz. Während das EBIT im Jahresvergleich um 44,7% auf EUR 14,9 Mio. stieg, verbesserte sich das Nettoergebnis um 40,4% auf EUR 7,8 Mio.
- Besonders erfreulich war die Entwicklung der Auftragslage. Beim Auftragseingang verbuchte die euromicron einen Anstieg um 59,3% auf EUR 245,4 Mio. und beim Auftragsbestand um 73,3% auf EUR 173,8 Mio. Das Unternehmen geht davon aus, dass sich der positive Trend aus den 9M/11 im Q4/11 fortsetzen wird.
- Nach der Übernahme des Geschäftsbetriebes der telent GmbH im Juni 2011 vermeldete die euromicron im Q3/11 zwei weitere Akquisitionen. Einerseits konnte das Unternehmen den Erwerb der Mitarbeiter und Kunden der unter anderem auf Netzwerk-, Sicherheits- und IP-Telefonie spezialisierten ACE Advanced Communication Engineering GmbH abschließen. Andererseits wurde die Entwicklungsmannschaft der ehemaligen TerraMile GmbH übernommen, die euromicrons Tochtergesellschaft MICROSENS im Bereich CWDM/DWDM-Technologie verstärken wird.
- Trotz der Anpassung der Schätzungen aufgrund der starken Entwicklung der Auftragslage in den 9M/11 reduzieren wir unser Kursziel von EUR 34,38 auf EUR 29,17. Der Grund dafür ist die Peer-Group-Bewertung (wird mit 30% gewichtet) sowie die im November 2011 erfolgreich abgeschlossene Kapitalerhöhung, im Rahmen derer die euromicron 1,5 Mio. neue Aktien platzierte und insgesamt 24,6 Mio. brutto erlöste. Die Kapitalerhöhung diente vor allem dem Abbau der Verschuldung und der Stärkung des Eigenkapitals.

Mio. EUR	2009	2010	2011 E	2012 E	2013 E
<b>Umsatzerlöse</b>	179.61	203.64	285.10	325.01	341.26
<b>EBITDA</b>	19.89	24.73	31.36	35.50	38.36
<b>EBIT</b>	16.37	20.13	25.08	28.35	30.86
<b>Nettoergebnis</b>	9.83	11.46	14.97	17.32	19.07
<b>EPS</b>	2.17	2.38	2.25	2.60	2.86
<b>BVPS</b>	15.86	17.41	17.80	18.94	20.21
<b>CFPS</b>	3.16	1.65	-1.22	6.24	4.51
<b>KBV</b>	0.98	1.46	1.43	1.35	1.26
<b>RoE</b>	13.76 %	12.84 %	12.62 %	13.73 %	14.17 %
<b>RoS</b>	5.47 %	5.63 %	5.25 %	5.33 %	5.59 %
<b>EBIT Marge</b>	9.11 %	9.88 %	8.80 %	8.72 %	9.04 %

## Inhalt

<b>1</b>	<b>Unternehmensprofil</b> .....	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>Aktuelle Entwicklung</b> .....	<b>3</b>
<b>3</b>	<b>Aktionärsstruktur</b> .....	<b>7</b>
<b>4</b>	<b>Finanzteil</b> .....	<b>8</b>
4.1	Gewinn- und Verlustrechnung .....	8
4.2	Bilanzen .....	9
4.3	Kapitalflussrechnung .....	10
<b>5</b>	<b>Bewertung</b> .....	<b>11</b>
5.1	DCF-Modell .....	11
5.2	WACC .....	12
5.3	Fair Value – Sensitivitäten .....	12
5.4	Peer Group Analyse.....	13
<b>6</b>	<b>Kontakt</b> .....	<b>14</b>
<b>7</b>	<b>DISCLAIMER</b> .....	<b>15</b>

## 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.

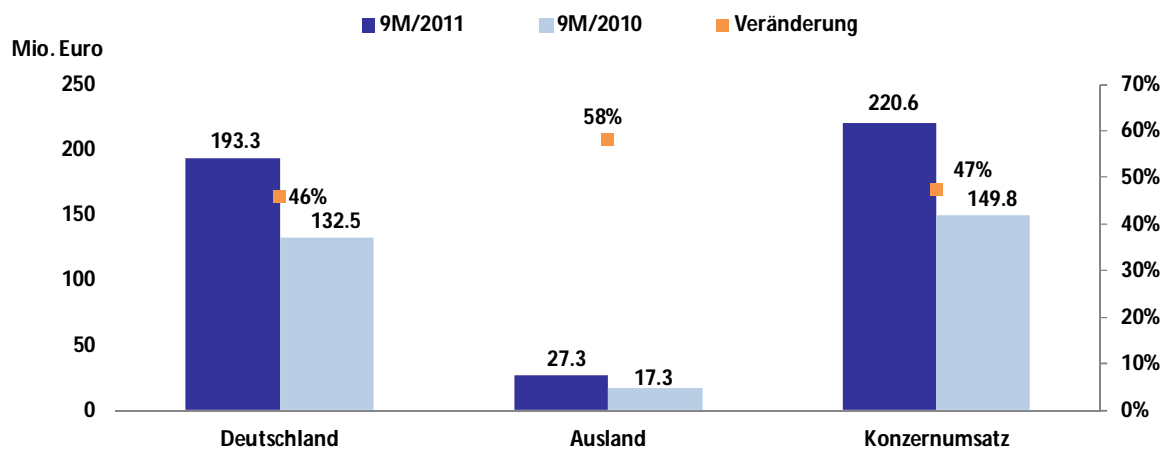
Zu den Kunden der euromicron gehören Telekommunikationsnetzbetreiber, wie die Deutsche Telekom, und Infrastrukturanbieter, wie die Deutsche Bahn. Außerdem zählen Betreiber von Rechenzentren und Unternehmen, die einen schnellen und sensiblen Datenaustausch innerhalb ihres Geschäftsmodells benötigen, zum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

Zwischen Januar und September 2011 entwickelte sich die euromicron sehr stark. Im Vergleich zum Vorjahr stieg der Umsatz des Unternehmens von EUR 149,8 Mio. auf EUR 220,6 Mio. und damit um 47,3%. Der Grund dafür war eine starke Nachfrage auf dem Markt für Netzwerkkomponenten und -lösungen sowie die im Juni 2011 erworbene telent GmbH, die etwa EUR 22-25 Mio. zum Gesamtumsatz beitrug (KRe). Trotz eines Anstiegs der Auslandserlöse um 58,3% auf EUR 27,3 Mio., blieb Deutschland mit einem Umsatzanteil von 87,6% in den 9M/11 der wichtigste Absatzmarkt.

## Umsatz nach Regionen



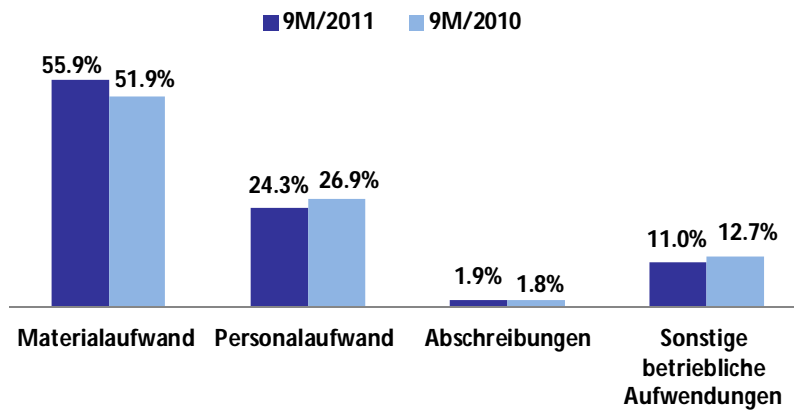
Quelle: euromicron, Dr. Kalliwoda Research GmbH

### Entwicklung der Kosten

Trotz eines geringeren Anteils der Personalausgaben und sonstigen operativen Kosten entwickelte sich die Profitabilität zwischen Januar und September 2011 etwas schwächer als der Umsatz. Im Vergleich zum Vorjahr stieg das operative Ergebnis um 44,7% auf EUR 14,9 Mio., was einer EBIT-Marge von 6,8% entsprach. Das Nettoergebnis verbesserte sich um 40,4% auf EUR 7,8 Mio.

Ähnlich wie im H1/11 war der Hauptgrund für diese Entwicklung ein deutlicher Anstieg der Materialaufwandsquote von 51,9% auf 55,9%, der aus höheren Aufwendungen für Subunternehmer resultierte. Zur Finanzierung der Akquisitionen u.a. der telent GmbH und des gestiegenen Projektvolumens nahm die euromicron in den 9M/11 zudem mehr Kredite auf, was sich in höheren Zinsaufwendungen widerspiegelte.

## Entwicklung der Kosten (in % der Gesamtleistung)



Quelle: euromicron, Dr. Kalliwoda Research GmbH

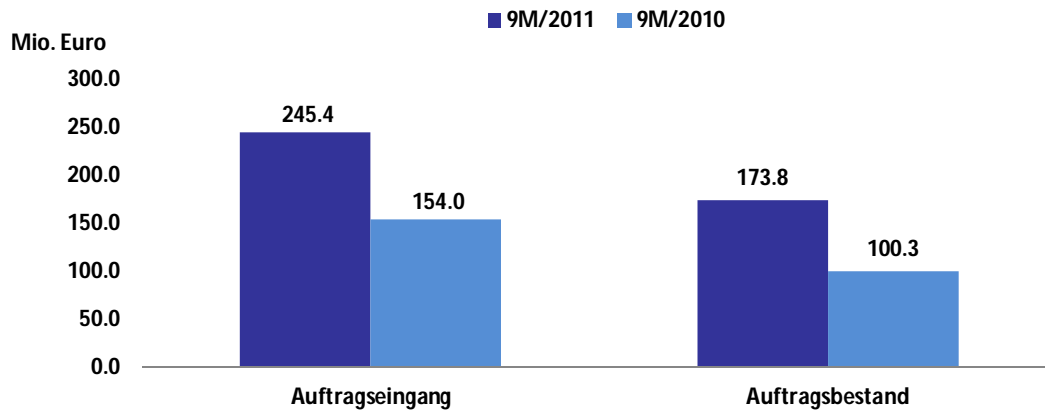
In den 9M/11 lag der operative Cashflow der euromicron bei EUR -20,5 Mio., was eine deutlich Verschlechterung gegenüber dem Vorjahr bedeutete (9M/10: EUR -1,9 Mio.). Der Grund dafür war vor allem eine starke Zunahme der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, die sich infolge der sehr guten Auftragslage um EUR 31,6 Mio. erhöhten. Der Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit betrug im selben Zeitraum EUR 16,8 Mio. und resultierte aus den Akquisitionen der telent, ACE und TeraMile. Gleichzeitig nahm die euromicron aber zusätzliches Kapital von EUR 32,5 Mio. auf, unter anderem durch die Ausgabe eines langfristigen Schuldscheindarlehnens im Wert von EUR 24,5 Mio. Insgesamt reduzierten sich die liquiden Mittel des Unternehmens deshalb um EUR 4,8 Mio. auf EUR 3,8 Mio.

Da die euromicron im Projektgeschäft tätig ist, hat ein Anstieg des Geschäftsvolumens zur Folge, dass sie einen höheren Finanzbedarf hat. Bis vor Kurzem hat das Unternehmen diesen vor allem durch die Aufnahme von Fremdkapital gedeckt, wodurch die Nettoverschuldung Ende September 2011 EUR 100,5 Mio. erreichte (Net gearing von 109,8%). Ende November gab die euromicron jedoch die erfolgreiche Platzierung von 1,5 Mio. neuen Aktien bekannt, die die Eigenkapitalausstattung des Unternehmens um insgesamt ca. EUR 23 Mio. netto (KRe) stärkte und die Nettoverschuldung entsprechend reduzierte.

### Auftragseingang und -bestand

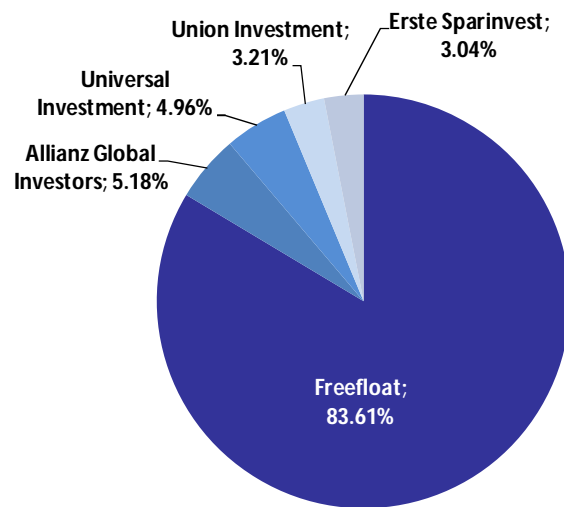
Die Auftragslage der euromicron entwickelte sich in den 9M/11 sehr stark. Ende September 2011 lag der Auftragseingang des Unternehmens bei EUR 245,4 Mio. (Book-to-bill ratio = 1,11) und damit um 59,3% höher als im Vorjahr. Beim Auftragsbestand wurde ein Anstieg um 73,3% auf EUR 173,8 Mio. verbucht.

### Auftragseingang und -bestand



Quelle: euromicron, Dr. Kalliwoda Research GmbH

### 3 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	325,014	341,265
Bestandsveränderungen	-1,427	-6,882	1,211	12,240	387	1,491
Aktivierte Eigenleistungen	358	1,702	1,521	1,091	1,168	1,371
<b>Gesamtleistung</b>	<b>163,559</b>	<b>174,425</b>	<b>206,375</b>	<b>298,431</b>	<b>326,570</b>	<b>344,126</b>
Sonstige betriebliche Erträge	2,618	2,101	4,476	1,492	1,633	1,721
Materialaufwand	-83,517	-85,975	-107,317	-153,954	-175,508	-184,283
<b>Rohergebnis</b>	<b>82,660</b>	<b>90,551</b>	<b>103,534</b>	<b>145,969</b>	<b>152,695</b>	<b>161,564</b>
Personalaufwand	-43,009	-48,103	-54,247	-69,850	-78,003	-81,904
Abschreibungen	-2,847	-3,526	-4,601	-6,272	-7,150	-7,508
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-20,804	-22,554	-24,561	-44,765	-39,188	-41,295
<b>Betriebsergebnis</b>	<b>16,000</b>	<b>16,368</b>	<b>20,125</b>	<b>25,083</b>	<b>28,353</b>	<b>30,857</b>
Finanzergebnis	-3,962	-2,953	-2,906	-2,848	-2,791	-2,735
<b>Ergebnis vor Steuern (u. Minderheit.)</b>	<b>12,038</b>	<b>13,415</b>	<b>17,219</b>	<b>22,235</b>	<b>25,562</b>	<b>28,122</b>
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-3,305	-3,139	-5,088	-6,671	-7,669	-8,437
Ergebnis vor Minderheitenanteilen	<b>8,733</b>	<b>10,276</b>	<b>12,131</b>	<b>15,565</b>	<b>17,893</b>	<b>19,685</b>
Minderheitenanteile	-666	-449	-669	-595	-571	-612
<b>Periodenüberschuss</b>	<b>8,067</b>	<b>9,827</b>	<b>11,462</b>	<b>14,970</b>	<b>17,322</b>	<b>19,074</b>
Ergebnis je Aktie (unverwässert) reported	1.78	2.17	2.38	2.25	2.60	2.86
Ergebnis je Aktie (verwässert) reported	1.78	2.17	2.38	2.25	2.60	2.86
<b>Veränderung zum Vorjahr</b>						
Umsatzerlöse	20.6%	9.1%	13.4%	40.0%	14.0%	5.0%
Bestandsveränderungen	-44.6%	382.3%			-96.8%	284.9%
Aktivierte Eigenleistungen	-54.3%	375.4%	-10.6%	-28.3%	7.0%	17.3%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>21.5%</b>	<b>6.6%</b>	<b>18.3%</b>	<b>44.6%</b>	<b>9.4%</b>	<b>5.4%</b>
Sonstige betriebliche Erträge	21.6%	-19.7%	113.0%	-66.7%	9.4%	5.4%
Materialaufwand	34.0%	2.9%	24.8%	43.5%	14.0%	5.0%
<b>Rohergebnis</b>	<b>11.0%</b>	<b>9.5%</b>	<b>14.3%</b>	<b>41.0%</b>	<b>4.6%</b>	<b>5.8%</b>
Personalaufwand	8.8%	11.8%	12.8%	28.8%	11.7%	5.0%
Abschreibungen	-11.3%	23.8%	30.5%	36.3%	14.0%	5.0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	5.5%	8.4%	8.9%	82.3%	-12.5%	5.4%
<b>Betriebsergebnis</b>	<b>33.2%</b>	<b>2.3%</b>	<b>23.0%</b>	<b>82.6%</b>	<b>13.0%</b>	<b>8.8%</b>
Finanzergebnis	105.0%	-25.5%	-1.6%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
<b>Ergebnis vor Steuern (u. Minderheit.)</b>	<b>19.5%</b>	<b>11.4%</b>	<b>28.4%</b>	<b>29.1%</b>	<b>15.0%</b>	<b>10.0%</b>
Steuern vom Einkommen und Ertrag	27.5%	-5.0%	62.1%	31.1%	15.0%	10.0%
Ergebnis vor Minderheitenanteilen	16.7%	17.7%	18.1%	28.3%	15.0%	10.0%
Minderheitenanteile	38.2%	-32.6%	49.0%	-11.1%	-4.0%	7.1%
<b>Periodenüberschuss</b>	<b>15.2%</b>	<b>21.8%</b>	<b>16.6%</b>	<b>30.6%</b>	<b>15.7%</b>	<b>10.1%</b>
<b>Anteil an der Gesamtleistung</b>						
Umsatzerlöse	100.7%	103.0%	98.7%	95.5%	99.5%	99.2%
Bestandsveränderungen	-0.9%	-3.9%	0.6%	4.1%	0.1%	0.4%
Aktivierte Eigenleistungen	0.2%	1.0%	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>
Sonstige betriebliche Erträge	1.6%	1.2%	2.2%	0.5%	0.5%	0.5%
Materialaufwand	-51.1%	-49.3%	-52.0%	-51.6%	-53.7%	-53.6%
<b>Rohergebnis</b>	<b>50.5%</b>	<b>51.9%</b>	<b>50.2%</b>	<b>48.9%</b>	<b>46.8%</b>	<b>46.9%</b>
Personalaufwand	-26.3%	-27.6%	-26.3%	-23.4%	-23.9%	-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%
<b>Betriebsergebnis</b>	<b>9.8%</b>	<b>9.4%</b>	<b>9.8%</b>	<b>8.4%</b>	<b>8.7%</b>	<b>9.0%</b>
Finanzergebnis	-2.4%	-1.7%	-1.4%	-1.0%	-0.9%	-0.8%
<b>Ergebnis vor Steuern (u. Minderheit.)</b>	<b>7.4%</b>	<b>7.7%</b>	<b>8.3%</b>	<b>7.5%</b>	<b>7.8%</b>	<b>8.2%</b>
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-2.0%	-1.8%	-2.5%	-2.2%	-2.3%	-2.5%
Ergebnis vor Minderheitenanteilen	5.3%	5.9%	5.9%	5.2%	5.5%	5.7%
Minderheitenanteile	-0.4%	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
<b>Periodenüberschuss</b>	<b>4.9%</b>	<b>5.6%</b>	<b>5.6%</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.3%</b>	<b>5.5%</b>

Dr. KALLIWODA | RESEARCH © 2011



## 4.2 Bilanzen

Bilanzen - euromicron AG							
Zahlenangaben in TEUR	Geschäftsjahr						
	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>Aktiva</b>							
<u>Langfristige Vermögenswerte</u>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	72,660	86,103	90,089	95,752	119,685	125,669	131,953
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
<b>Summe langfristige Vermögenswerte</b>	<b>83,115</b>	<b>96,262</b>	<b>103,917</b>	<b>108,672</b>	<b>134,957</b>	<b>141,704</b>	<b>148,790</b>
<u>Kurzfristige Vermögenswerte</u>							
Vorräte	12,523	14,353	13,235	17,185	29,425	29,812	31,303
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	36,243	45,126	49,961	55,401	98,245	90,826	95,367
Forderungen gegenüber verb. Unternehmen	0	0	0	0	0	0	0
Übrige Forderungen und sonstige VG	3,689	5,128	5,635	6,145	9,545	10,022	10,523
Wertpapiere und Zahlungsmittel	12,442	11,246	8,628	8,572	33,247	42,134	37,084
<b>Summe kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>64,897</b>	<b>75,853</b>	<b>77,459</b>	<b>87,303</b>	<b>170,462</b>	<b>172,795</b>	<b>174,278</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>148,012</b>	<b>172,115</b>	<b>181,376</b>	<b>195,975</b>	<b>305,419</b>	<b>314,499</b>	<b>323,067</b>
<u>Eigenkapital</u>							
<b>Summe Eigenkapital</b>	<b>70,445</b>	<b>73,801</b>	<b>71,415</b>	<b>89,262</b>	<b>118,647</b>	<b>126,208</b>	<b>134,645</b>
<u>Langfristige Schulden</u>							
Rückstellungen	644	446	1,518	795	11,520	11,750	11,985
Verbindlichkeiten	23,615	23,607	21,678	18,076	41,398	40,570	39,759
Latente Steuern	3,111	4,295	5,597	6,618	2,127	0	0
<b>Summe langfristige Schulden</b>	<b>27,370</b>	<b>28,348</b>	<b>28,793</b>	<b>25,489</b>	<b>55,045</b>	<b>52,320</b>	<b>51,744</b>
<u>Kurzfristige Schulden</u>							
Rückstellungen	1,731	3,515	322	66	750	1,277	1,289
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	11,514	13,620	20,519	22,117	36,654	41,786	43,875
Sonstige Verbindlichkeiten	36,952	52,831	60,327	59,041	94,323	92,908	91,515
Latente Steuern	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summe kurzfristige Schulden</b>	<b>50,197</b>	<b>69,966</b>	<b>81,168</b>	<b>81,224</b>	<b>131,727</b>	<b>135,971</b>	<b>136,678</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>148,012</b>	<b>172,115</b>	<b>181,376</b>	<b>195,975</b>	<b>305,419</b>	<b>314,499</b>	<b>323,067</b>

Dr. KALLIWODA | RESEARCH © 2011

### 4.3 Kapitalflussrechnung

Kapitalflussrechnung - euromicron AG						
Zahlenangaben in TEUR	Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>1. Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit</b>						
Nettoergebnis	12,038	13,415	17,219	22,235	25,562	28,122
Abschreibungen/Zuschreibungen	2,632	3,526	4,601	6,272	7,150	7,508
Veränderung des Working Capital	-7,461	3,961	-10,911	-43,947	10,271	-5,837
Andere	-2,681	-6,677	-2,430	7,292	-1,370	247
<b>Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>4,528</b>	<b>14,225</b>	<b>8,479</b>	<b>-8,148</b>	<b>41,614</b>	<b>30,039</b>
<b>2. Cashflow aus der Investitionstätigkeit</b>	<b>-13,296</b>	<b>-9,872</b>	<b>-5,980</b>	<b>-26,614</b>	<b>-6,701</b>	<b>-7,036</b>
<b>3. Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit</b>	<b>7,822</b>	<b>-5,891</b>	<b>-2,555</b>	<b>59,437</b>	<b>-26,026</b>	<b>-28,054</b>
<b>4. Finanzmittelbestand am Ende der Periode</b>						
Veränderung des Zahlungsmittelbestandes	-946	-1,538	-56	24,675	8,887	-5,050
Finanzmittelbestand zu Beginn der Periode	11,112	10,166	8,628	8,572	33,247	42,134
<b>Finanzmittelendbestand am Ende der Periode</b>	<b>10,166</b>	<b>8,628</b>	<b>8,572</b>	<b>33,247</b>	<b>42,134</b>	<b>37,084</b>

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 01.12.2011 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 2011/12)

(Mio. EUR)	<i>Phase 1</i>					
	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
<b>Umsatz</b>	<b>285.10</b>	<b>325.01</b>	<b>341.26</b>	<b>354.92</b>	<b>369.11</b>	<b>380.19</b>
Veränderungsrate	40%	14%	5%	4%	4%	3%
<b>EBIT</b>	<b>25.08</b>	<b>28.35</b>	<b>30.86</b>	<b>31.71</b>	<b>32.88</b>	<b>33.57</b>
Veränderungsrate	25%	13%	9%	3%	4%	2%
Marge	8.8%	8.7%	9.0%	8.9%	8.9%	8.8%
operativer Steueraufwand	-6.67	-7.67	-8.44	-8.71	-9.07	-9.30
Steuerquote (ex. Zinsergebnis)	26.6%	27.0%	27.3%	27.5%	27.6%	27.7%
<b>NOPLAT</b>	<b>18.41</b>	<b>20.68</b>	<b>22.42</b>	<b>23.00</b>	<b>23.80</b>	<b>24.27</b>
Abschreibungen imm. Verm. u. Sachanl.	6.27	7.15	7.51	7.81	8.12	8.36
Abschreibungsquote (%Umsatz)	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
Veränderung langf. Rückstellungen	10.73	0.23	0.24	0.24	0.24	0.25
Anteil Umsatz	3.8%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
Veränderung Working Capital	-7.98	10.80	-5.83	-4.80	-5.10	-5.43
Working-Capital-Ratio (%Umsatz)	0.2%	3.3%	-1.7%	-1.4%	-1.4%	-1.4%
CAPEX	-26.61	-6.70	-7.04	-7.39	-7.76	-8.14
Investitionsquote (%Umsatz)	2.1%	8.2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Sonstige Anpassungen	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>Free Cash-Flow</b>	<b>0.81</b>	<b>32.16</b>	<b>17.30</b>	<b>18.86</b>	<b>19.31</b>	<b>19.31</b>

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

#### Wachstumsprämien

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)

3.0%  
6.0%  
1.00

#### Eigenkapitalkostensatz

9.0%

#### Fremdkapitalkosten

Fremdkapitalkostensatz (vor St.)  
Steuersatz auf Fremdkapitalzinsen

8.0%  
30.0%

#### Fremdkapitalkostensatz (nach St.)

5.6%

Wert des Eigenkapitals

112

Wert des Fremdkapitals

92

Gearing

82.3%

#### WACC

7.47%

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 mit dem DCF-Modell ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 33,41. Er ist damit um 98,9 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 16,80). 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 = 1		6.97%	7.22%	7.47%	7.72%	7.97%
Wachstum	1.0%	33.88	32.14	30.53	29.05	27.67
	1.5%	35.55	33.62	31.85	30.23	28.73
	2.0%	37.56	35.39	<b>33.41</b>	31.61	29.96
	2.5%	40.02	37.53	35.29	33.26	31.41
	3.0%	43.11	40.18	37.58	35.26	33.16

Sensitivitätsanalyse Marktkapitalisierung						
(Mio. EUR)		Diskontierungszinssatz				
β = 1		6.97%	7.22%	7.47%	7.72%	7.97%
Wachstum	1.0%	225.74	214.16	203.47	193.58	184.39
	1.5%	236.90	224.05	212.26	201.42	191.42
	2.0%	250.30	235.83	<b>222.67</b>	210.64	199.62
	2.5%	266.70	250.11	235.16	221.63	209.32
	3.0%	287.24	267.77	250.46	234.95	220.98

## 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.

### Multiples - Peer Group

Peer Group	EV/EBITDA		EV/EBIT		KGV		EBIT-Marge 2011E
	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E	
Adva AG Optical Networking	4.7	4.0	13.5	7.9	13.6	13.6	4.0%
Alliance Fiber Optic Products Inc	5.2	3.8	6.9	4.7	13.0	9.8	11.2%
Batenburg Beheer NV	4.2	3.8	6.1	5.2	9.3	8.4	3.7%
Imtech NV	7.2	6.8	8.9	8.1	8.8	8.1	5.3%
Kontron AG	5.1	5.1	7.5	7.2	10.7	10.7	7.3%
Molex Inc	5.4	5.0	8.0	7.4	14.5	12.4	12.9%
Peer Benchmark	5.3	4.5	7.8	6.7	11.7	10.5	7.4%
euromicron AG	6.7	5.9	8.3	7.4	7.5	6.5	7.1%
Discount (-)/Premium (+)	25.7	31.1	7.4	9.4	-35.9	-38.3	4.6
<b>Bewertungsbandbreite:</b>	<b>11.6 EUR bis 26.93 EUR</b>						

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](mailto:ir-pr@euromicron.de)

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

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

### 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.