

Empfehlung: **KAUFEN** (KAUFEN) Risiko: **MITTEL** (MITTEL) Kursziel: **EUR 23,00** (23,00)

11. November 2013

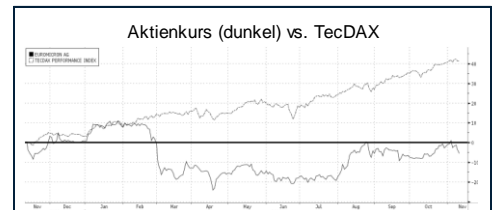
## Starker Auftragsbestand, aber vermehrte Verschiebungen bei Abrufaufträgen

### Wir berücksichtigen die Risiken in unseren Schätzungen

- In Q3 2013 steigerte euromicron den Umsatz gegenüber dem Vorjahr um starke 8,8% auf 75,47 Mio. EUR.** Auf 9M-Basis erreichte das vom schwachen Q1 beeinflusste Umsatzniveau allerdings nur 65.7% unserer vorherigen Umsatzschätzung für das GJ 2013. Auch wenn wir für 2013 den üblichen saisonalen Geschäftsverlauf mit dem Schwerpunkt der Projektrechnungen in Q4 erwarten, erscheinen uns angesichts der 9M-Zahlen unsere Volljahresschätzungen nun als etwas zu ambitioniert, insbesondere da euromicron in Q4 weiterhin von einem verhaltenen und volatilen Investitionsverhalten ausgeht. Es ist positiv zu werten, dass der Auftragseingang nach neun Monaten um 10,8% über Vorjahresniveau lag, und dass der Auftragsbestand mit 141,1 Mio. EUR sogar um 12,1% gestiegen ist. **Die Realisierung der hohen Auftragsbestände sieht euromicron zurzeit jedoch als Herausforderung**, auch wenn man nicht von nennenswerten Projektstornierungen, sondern nur von Verschiebungen ausgeht. Das Management erwartet entsprechend nun auch den Umsatz für das Geschäftsjahr 2013 eher an der Untergrenze der Guidance-Spanne von 350 bis 365 Mio. EUR.
- Die **EBITDA-Marge** in Prozent vom Umsatz entwickelte sich sowohl in Q3 als auch in 9M 2013 rückläufig gegenüber dem Vorjahr und lag mit 7,7% in 9M noch unter der für das Gesamtjahr angestrebten Höhe von 8%-11%. euromicron begründet dies insbesondere mit **Aufwendungen aus dem Ausbau der übergeordneten Steuerungseinheiten**, die dazu beitragen sollen, die Einzelaktivitäten der Konzerngesellschaften zu koordinieren, Kompetenzen zu bündeln, Prozessoptimierungen durchzuführen oder Synergie- und Einsparpotenziale zu identifizieren. Wir gehen davon aus, dass diese Steuerungseinheiten in Zukunft helfen, ein erhebliches Margenpotential zu heben. Insofern **betrachten wir die aktuelle Margenbelastung als Investition in die Zukunft**. Auch umsatzseitig gehen wir für 2014E von einer stärkeren Belegung aus, wenn beispielsweise im Telekomsektor die Investitionen in den Vectoring- und LTE-Ausbau eine höhere Dynamik erreichen.
- Wir senken für das GJ 2013 unsere Umsatzschätzung vorsichtshalber leicht von 355,0 Mio. EUR auf 350,0 Mio. EUR und unsere EBITDA-Schätzung von 30,4 Mio. EUR auf 30,1 Mio. EUR.** Unser Kursziel bleibt bei 23,00 EUR. Wir empfehlen weiterhin, die Aktie zu **KAUFEN**.

GJ 31.12., Mio. EUR	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatzerlöse	203,6	305,3	330,0	350,0	372,8	383,9
EBITDA	24,7	30,7	25,0	30,1	35,8	38,0
EBIT	20,1	24,2	17,1	21,5	27,6	29,7
Nettoergebnis	11,5	12,2	8,6	11,9	16,7	18,3
Gewinn je Aktie	2,38	2,32	1,29	1,78	2,50	2,74
Dividende je Aktie	1,10	1,15	0,30	0,35	0,60	1,10
EBITDA-Marge	12,0%	10,2%	7,6%	8,5%	9,5%	9,8%
EBIT-Marge	9,8%	8,1%	5,2%	6,1%	7,3%	7,7%
EV*/EBIT	9,6	8,0	11,4	9,0	7,0	6,5
KGV	7,2	7,3	13,2	9,5	6,8	6,2

\*EV inkl. Pensionsverpflichtungen und geschätztem Marktwert d. Minderheitsanteile  
Quelle: CBS Research AG, euromicron AG



Quelle: CBS Research AG; Bloomberg; euromicron AG

Veränd.	2013e		2014e		2015e	
	neu	alt	neu	alt	neu	alt
Umsatz	350,0	355,0	-	372,8	-	383,9
EBITDA	30,1	30,4	-	35,8	-	38,0
GjA	-	1,78	-	2,50	-	2,74

Internet: www.euromicron.de Sektor: Technologie  
WKN: A1K030 ISIN: DE000A1K0300  
Reuters: EUCG.DE Bloomberg: EUCA GY

#### Aktiendaten:

Aktienkurs (letzter Schlusskurs, EUR):	<b>17,03</b>
Anzahl Aktien (Mio.):	6,7
Marktkapitalisierung (EUR Mio.):	113,5
Unternehmenswert (EV) (EUR Mio.):*	194,1
Ø tägliches Handelsvolumen (6 Mo., Stk.)	16.056

\*inkl. Pensionsverpfl. + geschätztem Marktwert der Minderheitsanteile

#### Unternehmensprofil:

Die euromicron AG ist ein Komplett-Lösungsanbieter für Kommunikations-, Übertragungs-, Daten- und Sicherheitsnetzwerke, der auch auf seine Kompetenz als Entwickler und Hersteller von Glasfaserkomponenten zurückgreifen kann. Die Netzwerk-Infrastrukturen von euromicron integrieren Sprach-, Bild- und Datenübertragungen drahtlos, über Kupferkabel und mittels Glasfasertechnologien. Auf diesen Netzwerkinfrastrukturen baut die euromicron Applikationen wie Sicherheits-, Kontroll-, Healthcare- oder Überwachungssysteme auf.

#### Performance-Daten:

52 Wochen Hoch (EUR):	20,19
52 Wochen Tief (EUR):	13,63
Absolute Performance (12 Monate):	-1,0%
Relative Performance vs. TecDAX:	
1 Monat	-3,8%
3 Monate	-8,9%
6 Monate	-12,2%
12 Monate	-34,3%

#### Aktionärsstruktur:

Universal Investment	4,92%
Sonstige Aktionäre	95,08%

#### Finanzkalender:

Deutsches Eigenkapitalforum: 12. November 2013

#### Autor:

**Martin Decot** (Analyst)

Close Brothers Seydler Research AG

Telefon: +49 (0) 69-977 84 56 0

E-Mail: research@cbseydlerresearch.ag

www.cbseydlerresearch.ag

## Anhang

### Vergleich gegenüber Vorjahr

IFRS	in Mio. EUR	Q3 2013	Q3 2012	Change	9M 2013	9M 2012	Change
<b>Umsatzerlöse</b>		80,2	73,7	8,8%	233,3	226,5	3,0%
- davon Deutschland		69,8	65,8	6,1%	206,9	201,4	2,8%
Anteil am Gesamtumsatz		87,0%	89,3%		88,7%	88,9%	
<b>Gesamtleistung</b>		80,8	74,1	9,1%	237,2	234,6	1,1%
<b>Rohertrag</b>		39,2	35,1	11,7%	118,1	111,8	5,6%
in % der Gesamtleistung		48,5%	47,4%		49,8%	47,7%	
<b>EBITDA</b>		4,6	4,5	2,1%	18,0	18,2	-0,9%
in % der Gesamtleistung		5,7%	6,1%		7,6%	7,8%	
<b>EBIT</b>		2,5	2,4	0,1%	11,7	12,1	-3,6%
in % der Gesamtleistung		3,0%	3,3%		4,9%	5,2%	
<b>EBIT vor Holdingkosten/Einmalaufwend.</b>		4,5	4,1	12,0%	16,6	16,5	0,6%
in % der Gesamtleistung		5,6%	5,5%		7,0%	7,0%	
<b>EBT</b>		1,4	1,4	0,1%	8,7	9,2	-5,3%
in % der Gesamtleistung		1,7%	1,8%		3,7%	3,9%	
<b>Nettoergebnis nach Minderheitsanteilen</b>		0,9	0,8	9,2%	5,9	6,3	-5,2%
in % der Gesamtleistung		1,1%	1,1%		2,5%	2,7%	
<b>Ergebnis je Aktie, unverwässert (EUR)</b>		0,13	0,12	8,3%	0,89	0,94	-5,3%
<b>Cashflow aus lfd. Geschäftstätigkeit</b>		-17,0	7,3	-331,5%	-10,9	-16,3	n/m
<b>Free Cash Flow</b> (vor gezahlten Zinsen)		-19,5	7,0		-17,1	-19,3	
<b>Auftragseingang</b>		94,4	76,9	22,8%	249,2	224,9	10,8%
<b>Auftragsbestand am Periodenende</b>		141,1	125,9	12,1%			

Quelle: euromicron AG, CBS Research AG

### Änderungen der Schätzungen von CBS Research

in Mio. EUR (außer GJA)	2013e		2014e		2015e	
	neu	alt	neu	alt	neu	alt
Umsatz	350,0	355,0	-	372,8	-	383,9
Gesamtleistung	354,6	360,0	-	376,5	-	387,4
EBITDA	30,1	30,4	-	35,8	-	38,0
EBIT	21,5	22,4	-	27,6	-	29,7
Nettoergebnis nach Minderh.	-	11,9	-	16,7	-	18,3
Gewinn je Aktie (EUR)	-	1,78	-	2,50	-	2,74

Source: CBS Research AG

## Gewinn- und Verlustrechnung

	IFRS	Mio.EUR	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Umsatzerlöse</b>			<b>179,6</b>	<b>203,6</b>	<b>305,3</b>	<b>330,0</b>	<b>350,0</b>	<b>372,8</b>	<b>383,9</b>
Veränderung zum Vorjahr in %			9,1%	13,4%	49,9%	8,1%	6,1%	6,5%	3,0%
Bestandsveränderungen			-6,9	1,2	-7,4	-5,9	-0,4	0,0	0,0
Aktivierte Eigenleistungen			1,7	1,5	1,9	5,6	5,0	3,7	3,5
<b>Gesamtleistung</b>			<b>174,4</b>	<b>206,4</b>	<b>299,8</b>	<b>329,8</b>	<b>354,6</b>	<b>376,5</b>	<b>387,4</b>
Materialaufwand			-86,0	-107,3	-159,6	-171,0	-179,4	-193,9	-199,3
in % der Gesamtleistung			-49,3%	-52,0%	-53,2%	-51,9%	-50,6%	-51,5%	-51,5%
<b>Rohertrag</b>			<b>88,5</b>	<b>99,1</b>	<b>140,2</b>	<b>158,8</b>	<b>175,2</b>	<b>182,6</b>	<b>188,1</b>
in % der Gesamtleistung			50,7%	48,0%	46,8%	48,1%	49,4%	48,5%	48,6%
Personalaufwand			-48,1	-54,2	-76,9	-93,6	-102,1	-104,8	-107,7
in % der Gesamtleistung			-27,6%	-26,3%	-25,7%	-28,4%	-28,8%	-27,9%	-27,8%
Sonstige betriebliche Erträge			2,1	4,5	2,7	2,8	2,6	2,8	2,8
in % der Gesamtleistung			1,2%	2,2%	0,9%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%
Sonstige betriebliche Aufwendungen			-22,6	-24,6	-35,3	-43,0	-45,6	-44,8	-45,2
in % der Gesamtleistung			-12,9%	-11,9%	-11,8%	-13,0%	-12,9%	-11,9%	-11,7%
<b>EBITDA</b>			<b>19,9</b>	<b>24,7</b>	<b>30,7</b>	<b>25,0</b>	<b>30,1</b>	<b>35,8</b>	<b>38,0</b>
in % der Gesamtleistung			11,4%	12,0%	10,2%	7,6%	8,5%	9,5%	9,8%
Abschreibungen auf immat. AV und Sachanlagen			-3,5	-4,6	-6,6	-7,9	-8,6	-8,1	-8,3
in % der Gesamtleistung			-2,0%	-2,2%	-2,2%	-2,4%	-2,4%	-2,2%	-2,1%
<b>EBIT</b>			<b>16,4</b>	<b>20,1</b>	<b>24,2</b>	<b>17,1</b>	<b>21,5</b>	<b>27,6</b>	<b>29,7</b>
in % der Gesamtleistung			9,4%	9,8%	8,1%	5,2%	6,1%	7,3%	7,7%
Finanzergebnis (netto)			-3,0	-2,9	-6,4	-4,9	-4,0	-3,1	-2,9
<b>EBT (Gewinn vor EE-Steuern)</b>			<b>13,4</b>	<b>17,2</b>	<b>17,8</b>	<b>12,2</b>	<b>17,5</b>	<b>24,5</b>	<b>26,8</b>
in % der Gesamtleistung			7,7%	8,3%	5,9%	3,7%	4,9%	6,5%	6,9%
EE-Steuern			-3,1	-5,1	-4,9	-3,4	-5,3	-7,4	-8,0
in % EBT			-23,4%	-29,5%	-27,7%	-27,8%	-30,1%	-30,0%	-30,0%
<b>Nettoergebnis vor Minderheitsanteilen</b>			<b>10,3</b>	<b>12,1</b>	<b>12,9</b>	<b>8,8</b>	<b>12,2</b>	<b>17,1</b>	<b>18,8</b>
in % der Gesamtleistung			5,9%	5,9%	4,3%	2,7%	3,4%	4,6%	4,8%
Minderheitenanteile			0,5	0,7	0,7	0,3	0,3	0,5	0,5
<b>Nettoergebnis</b>			<b>9,8</b>	<b>11,5</b>	<b>12,2</b>	<b>8,6</b>	<b>11,9</b>	<b>16,7</b>	<b>18,3</b>
Anzahl der Aktien (in Mio. St.), unverwässert			4,5	4,8	5,2	6,7	6,7	6,7	6,7
<b>Ergebnis je Aktie in Euro, unverwässert</b>			<b>2,17</b>	<b>2,38</b>	<b>2,32</b>	<b>1,29</b>	<b>1,78</b>	<b>2,50</b>	<b>2,74</b>

Quelle: CBS Research AG, euromicron AG

**Bilanz**

	IFRS	Mio. EUR	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Aktiva</b>									
<b>Langfristige Aktiva</b>			<b>103,9</b>	<b>109,6</b>	<b>138,4</b>	<b>146,5</b>	<b>147,0</b>	<b>146,0</b>	<b>144,9</b>
in % der Bilanzsumme			57,3%	55,9%	52,2%	51,6%	50,6%	49,1%	48,1%
Immaterielle Vermögensgegenstände ohne Goodwill			13,5	14,8	18,3	21,0	23,1	23,3	23,3
Goodwill			76,6	81,9	103,6	106,4	106,4	106,4	106,4
Sachanlagevermögen			10,9	11,6	15,1	16,3	15,1	14,3	13,5
Finanzanlagen			1,1	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Übrige lfr. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände			0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
Latente Steuern			1,6	0,4	0,5	1,9	1,6	1,1	0,6
<b>Kurzfristige Aktiva</b>			<b>77,5</b>	<b>86,6</b>	<b>126,8</b>	<b>137,4</b>	<b>143,6</b>	<b>151,1</b>	<b>156,3</b>
in % der Bilanzsumme			42,7%	44,1%	47,8%	48,4%	49,4%	50,9%	51,9%
Vorräte			13,2	17,2	25,1	27,5	29,8	31,6	32,5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen + Fertigungsaufträge mit aktiv. Saldo gg. Kunden			50,0	54,7	88,1	96,8	101,6	108,3	111,5
Vermögensgegenstände			5,6	6,1	6,3	7,7	7,6	7,9	8,0
Liquide Mittel			8,6	8,6	7,3	5,4	4,5	3,3	4,3
<b>Summe Aktiva</b>			<b>181,4</b>	<b>196,2</b>	<b>265,2</b>	<b>283,9</b>	<b>290,6</b>	<b>297,1</b>	<b>301,1</b>
<b>Passiva</b>									
<b>Eigenkapital</b>			<b>71,4</b>	<b>89,3</b>	<b>120,0</b>	<b>119,0</b>	<b>129,3</b>	<b>144,1</b>	<b>158,8</b>
in % der Bilanzsumme			39,4%	45,5%	45,3%	41,9%	44,5%	48,5%	52,7%
Gezeichnetes Kapital			11,9	13,1	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0
Eigene Anteile zu Anschaffungskosten			-2,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalrücklage			61,8	68,5	88,8	88,8	88,8	88,8	88,8
Unterschiedsbetrag aus der Marktbewertung von Wertpapieren			-0,4	-0,4	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilanzgewinn			0,7	7,6	14,0	12,7	22,6	36,9	51,2
Minderheitenanteile			0,3	0,4	0,5	0,5	0,9	1,3	1,8
<b>Langfristige Passiva</b>			<b>28,8</b>	<b>25,5</b>	<b>46,0</b>	<b>57,6</b>	<b>58,2</b>	<b>55,9</b>	<b>53,8</b>
in % der Bilanzsumme			15,9%	13,0%	17,3%	20,3%	20,0%	18,8%	17,9%
Rückstellungen			1,5	0,8	1,2	2,1	2,4	2,6	2,8
Finanzverbindlichkeiten inkl. Finanzierungsleasing			8,7	5,2	26,1	39,7	39,8	39,8	39,9
Sonst. finanzielle Verb. inkl. Industriedarlehen			10,0	10,8	10,8	8,0	8,3	5,8	3,3
Sonstige Verbindlichkeiten			3,0	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Latente Steuern			5,6	6,6	7,9	7,7	7,8	7,8	7,8
<b>Kurzfristige Passiva</b>			<b>81,2</b>	<b>81,5</b>	<b>99,1</b>	<b>107,2</b>	<b>103,2</b>	<b>97,1</b>	<b>88,5</b>
in % der Bilanzsumme			44,8%	41,5%	37,4%	37,8%	35,5%	32,7%	29,4%
Rückstellungen			0,3	0,1	1,2	2,1	1,4	1,5	1,5
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen			20,5	22,4	31,6	42,9	37,4	39,8	40,4
Finanzverbindlichkeiten inkl. Finanzierungsleasing			50,0	45,5	30,1	31,6	35,8	24,2	15,2
Sonstige kfr. Verbindlichkeiten			10,3	13,6	36,2	30,7	28,6	31,5	31,3
<b>Summe Passiva</b>			<b>181,4</b>	<b>196,2</b>	<b>265,2</b>	<b>283,9</b>	<b>290,6</b>	<b>297,1</b>	<b>301,1</b>

Quelle: CBS Research AG, euromicron AG

## Kapitalflussrechnung

IFRS	Mio.EUR	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern</b>		16,4	20,1	24,2	17,1	21,5	27,6	29,7
Abschreibungen auf das Anlagevermögens		3,5	4,6	6,6	7,9	8,6	8,1	8,3
Veränderung der Rückstellungen		-4,6	-1,0	1,1	-1,0	-0,4	0,3	0,3
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen		0,0	1,2	-0,9	0,4	0,0	0,0	0,0
Zunahme/Abnahme der Vorräte, der Forderungen und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie anderer Aktiva und Passiva		5,8	-10,9	-25,4	-11,8	-10,6	-4,5	-2,6
Gezahlte/erhaltene Steuern		-4,5	-2,9	-1,7	-2,2	-5,4	-5,0	-8,1
Gezahlte und erhaltene Zinsen		-2,4	-2,7	-3,5	-3,4	-4,0	-3,1	-2,9
<b>Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit</b>		<b>14,2</b>	<b>8,5</b>	<b>0,5</b>	<b>7,0</b>	<b>9,7</b>	<b>23,4</b>	<b>24,7</b>
Netto-Investitionen in das immaterielle Anlagevermögen und das Sachanlagevermögen		-5,9	-4,5	-8,0	-10,7	-7,0	-7,5	-7,6
Netto-Investitionen für den Erwerb von konsolidierten Unternehmen		-3,0	-1,3	-12,4	-2,6	-2,5	0,0	0,0
Netto-Investitionen in das Finanzanlagevermögen		-0,9	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>		<b>-9,9</b>	<b>-6,0</b>	<b>-20,4</b>	<b>-13,3</b>	<b>-9,5</b>	<b>-7,5</b>	<b>-7,6</b>
Netto-Einzahlungen aus Eigenkapitalzuführungen		0,0	7,5	24,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenauszahlungen		-4,5	-4,5	-5,6	-7,7	-2,0	-2,3	-4,0
Ein- und Auszahlungen aus der Aufnahme bzw. Tilgung von (Finanz-)Krediten		-0,8	-8,3	0,7	12,2	1,6	-14,1	-11,5
Ausschüttungen an/ Entnahmen von Minderheitsgesellschaftern		-0,6	-0,6	-0,6	-0,1	-0,7	-0,7	-0,7
Eigene Anteile		0,0	3,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cashflow aus Finanzierungstätigkeit</b>		<b>-5,9</b>	<b>-2,6</b>	<b>18,7</b>	<b>4,4</b>	<b>-1,1</b>	<b>-17,1</b>	<b>-16,2</b>
<b>Veränderung des Finanzmittelbestandes</b>		<b>-1,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,2</b>	<b>1,0</b>
Finanzmittelbestand zu Beginn der Periode		10,2	8,6	8,6	7,3	5,4	4,5	3,3
<b>Finanzmittelbestand zum Ende der Periode</b>		<b>8,6</b>	<b>8,6</b>	<b>7,3</b>	<b>5,4</b>	<b>4,5</b>	<b>3,3</b>	<b>4,3</b>

Quelle: CBS Research AG, euromicron AG

**Discounted Cash Flow-Modell**

Mio. EUR	PHASE 1			PHASE 2						PHASE 3	
	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	∞
Gesamtleistung	354,6	376,5	387,4	397,0	403,4	411,4	419,7	428,1	436,6	445,4	
Jährl. Wachstum	7,5%	6,2%	2,9%	2,5%	1,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
EBIT	21,5	27,6	29,7	29,8	30,3	30,9	31,5	31,7	31,9	32,1	
EBIT-Marge	6,1%	7,3%	7,7%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,4%	7,3%	7,2%	
Einkommensteuern auf EBIT	-6,5	-8,3	-8,9	-8,9	-9,1	-9,3	-9,4	-9,5	-9,6	-9,6	
Abschreibungen	8,6	8,1	8,3	7,5	6,6	6,4	6,1	5,9	5,9	6,6	
Veränderungen der lfr. Rückstellungen	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
Veränderung des Nettoumlaufvermögens	-11,2	-4,4	-4,4	-3,7	-2,5	-3,1	-3,2	-3,3	-3,3	-3,4	
Investitionen in das Anlagevermögen	-9,5	-7,5	-7,6	-4,9	-6,2	-6,3	-6,5	-6,6	-6,7	-6,6	
<b>Free Cash Flow</b>	<b>3,1</b>	<b>15,8</b>	<b>17,3</b>	<b>19,8</b>	<b>19,2</b>	<b>18,7</b>	<b>18,6</b>	<b>18,4</b>	<b>18,4</b>	<b>19,2</b>	
<b>Barwerte</b>	<b>3,1</b>	<b>14,3</b>	<b>14,5</b>	<b>15,3</b>	<b>13,6</b>	<b>12,2</b>	<b>11,1</b>	<b>10,2</b>	<b>9,3</b>	<b>9,0</b>	<b>144,0</b>
Barwert Phase 1	31,9										
Barwert Phase 2	80,7										
Barwert Phase 3	144,0										
Barwert total	256,7										
+ Liquide Mittel und Wertpapiere	5,7										
- Finanzschulden	-105,0										
- Pensionsverpflichtungen	-1,1										
- Marktwert der Minderheitenanteile	-2,2										
<b>Fairer Wert des Eigenkapitals</b>	<b>154,2</b>										
Anzahl ausstehende Aktien (Mio.)	6,7										
<b>Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>23,13</b>										

Risikofreie Rendite	3,5%	Ziel-Eigenkapitalquote	65,0%
Risikoprämie EK	6,0%	Beta	1,20
Risikoprämie FK	2,2%	<b>WACC</b>	<b>8,35%</b>
Tax shield (Phase 3)	30,0%	<b>Wachstum Phase 3</b>	<b>2,0%</b>

<b>Sensitivitätsanalyse</b>						
<b>Wachstum in Phase 3</b>						
	<b>1,0%</b>	<b>1,5%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,0%</b>	
<b>WACC</b>	<b>7,4%</b>	25,76	27,89	30,42	33,47	37,22
	<b>7,9%</b>	22,68	24,42	26,47	28,90	31,82
	<b>8,4%</b>	20,01	21,46	<b>23,13</b>	25,10	27,42
	<b>8,9%</b>	17,68	18,89	20,28	21,89	23,77
	<b>9,4%</b>	15,63	16,65	17,82	19,15	20,69

Quelle: CBS ResearchAG

## Research



Schillerstrasse 27 - 29  
60313 Frankfurt am Main

Phone: +49 (0)69 – 977 8456-0

Roger Peeters Member of the Board	+49 (0)69 -977 8456- 12 <a href="mailto:Roger.Peeters@cbseydlerresearch.ag">Roger.Peeters@cbseydlerresearch.ag</a>		
Martin Decot (Equities)	+49 (0)69 -977 8456- 13 <a href="mailto:Martin.Decot@cbseydlerresearch.ag">Martin.Decot@cbseydlerresearch.ag</a>	Igor Kim (Equities)	+49 (0)69 -977 8456- 15 <a href="mailto:Igor.Kim@cbseydlerresearch.ag">Igor.Kim@cbseydlerresearch.ag</a>
Gennadij Kremer (Corporate Credit)	+49 (0)69 – 977 8456- 23 <a href="mailto:Gennadij.Kremer@cbseydlerresearch.ag">Gennadij.Kremer@cbseydlerresearch.ag</a>	Daniel Kukalj (Equities)	+49 (0)69 – 977 8456- 21 <a href="mailto:Daniel.Kukali@cbseydlerresearch.ag">Daniel.Kukali@cbseydlerresearch.ag</a>
Ralf Marinoni (Equities)	+49 (0)69 -977 8456- 17 <a href="mailto:Ralf.Marinoni@cbseydlerresearch.ag">Ralf.Marinoni@cbseydlerresearch.ag</a>	Manuel Martin (Equities)	+49 (0)69 -977 8456- 16 <a href="mailto:Manuel.Martin@cbseydlerresearch.ag">Manuel.Martin@cbseydlerresearch.ag</a>
Felix Parmantier (Equities)	+49 (0)69 -977 8456- 22 <a href="mailto:Felix.Parmantier@cbseydlerresearch.ag">Felix.Parmantier@cbseydlerresearch.ag</a>	Nicolas Pütz (Support)	+49 (0)69 -977 8456- 24 <a href="mailto:Nicolas.Puetz@cbseydlerresearch.ag">Nicolas.Puetz@cbseydlerresearch.ag</a>
Marcus Silbe (Equities)	+49 (0)69 -977 8456- 14 <a href="mailto:Marcus.Silbe@cbseydlerresearch.ag">Marcus.Silbe@cbseydlerresearch.ag</a>	Simone Steymann (Support)	+49 (0)69 -977 8456- 25 <a href="mailto:Simone.Steymann@cbseydlerresearch.ag">Simone.Steymann@cbseydlerresearch.ag</a>
Veysel Taze (Equities)	+49 (0)69 -977 8456- 18 <a href="mailto:Veysel.Taze@cbseydlerresearch.ag">Veysel.Taze@cbseydlerresearch.ag</a>	Ivo Višić (Equities)	+49 (0)69 -977 8456- 19 <a href="mailto:Ivo.Visic@cbseydlerresearch.ag">Ivo.Visic@cbseydlerresearch.ag</a>
Sergey Weinberg (Corporate Credit)	+49 (0)69 -977 8456- 20 <a href="mailto:Sergey.Weinberg@cbseydlerresearch.ag">Sergey.Weinberg@cbseydlerresearch.ag</a>		

## Institutional Sales



Schillerstrasse 27 – 29  
60313 Frankfurt am Main

Phone: +49 (0)69 – 9 20 54-400

Karl Filbert (Head of Sales)	+49 (0)69 -9 20 54-104 <a href="mailto:Karl.Filbert@cbseydler.com">Karl.Filbert@cbseydler.com</a>		
Klaus Korzilius (Benelux, Germany)	+49 (0)69 -9 20 54-114 <a href="mailto:Klaus.Korzilius@cbseydler.com">Klaus.Korzilius@cbseydler.com</a>	Stefan Krewinkel (Sales Trading, Germany, UK)	+49 (0)69 -9 20 54-118 <a href="mailto:Stefan.Krewinkel@cbseydler.com">Stefan.Krewinkel@cbseydler.com</a>
Bruno de Lencquesaing (Benelux, France)	+49 (0)69 -9 20 54-116 <a href="mailto:Bruno.deLencquesaing@cbseydler.com">Bruno.deLencquesaing@cbseydler.com</a>	Nico Gesthüsen (Germany)	+49 (0)69 -9 20 54-115 <a href="mailto:Nico.Gesthuesen@cbseydler.com">Nico.Gesthuesen@cbseydler.com</a>
Dr. James Jackson (UK)	+49 (0)69 -9 20 54-113 <a href="mailto:James.Jackson@cbseydler.com">James.Jackson@cbseydler.com</a>	Claudia Jurewecz (Germany)	+49 (0)69 -9 20 54-106 <a href="mailto:Claudia.Jurewecz@cbseydler.com">Claudia.Jurewecz@cbseydler.com</a>
Markus Laifle (Sales Trading, Execution)	+49 (0)69 -9 20 54-120 <a href="mailto:Markus.Laifle@cbseydler.com">Markus.Laifle@cbseydler.com</a>	Michael Laufenberg (Germany)	+49 (0)69 -9 20 54-112 <a href="mailto:Michael.Laufenberg@cbseydler.com">Michael.Laufenberg@cbseydler.com</a>
Angela Leser (Germany)	+49 (0)69 -9 20 54-111 <a href="mailto:Angela.Leser@cbseydler.com">Angela.Leser@cbseydler.com</a>	Mirella Mancuso (Sales Support)	+49 (0)69 -9 20 54-107 <a href="mailto:Mirella.Mancuso@cbseydler.com">Mirella.Mancuso@cbseydler.com</a>
Carsten Pfersdorf (Sales Trading, Execution)	+49 (0)69 -9 20 54-168 <a href="mailto:Carsten.Pfersdorf@cbseydler.com">Carsten.Pfersdorf@cbseydler.com</a>	Carsten Schlegel (UK, Ireland)	+49 (0)69 -9 20 54-137 <a href="mailto:Carsten.Schlegel@cbseydler.com">Carsten.Schlegel@cbseydler.com</a>
Christopher Seedorf (Switzerland)	+49 (0)69 -9 20 54-110 <a href="mailto:Christopher.Seedorf@cbseydler.com">Christopher.Seedorf@cbseydler.com</a>	Bas-Jan Walhof (Benelux)	+49 (0)69 -9 20 54-105 <a href="mailto:Bas-Jan.Walhof@cbseydler.com">Bas-Jan.Walhof@cbseydler.com</a>
Nils Wittenhagen (UK)	+49 (0)69 -9 20 54-103 <a href="mailto:Nils.Wittenhagen@cbseydler.com">Nils.Wittenhagen@cbseydler.com</a>		

## Haftungserklärung (Disclaimer) und Angaben gemäß § 34b Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) sowie entsprechend den Bestimmungen der Finanzanalyseverordnung (FinAnV)

Diese Studie wurde unabhängig von der analysierten Gesellschaft von Close Brothers Seydler Research AG und/oder Kooperationspartnern sowie dem/den auf der Titelseite genannten Analysten (nachstehend einzeln oder gemeinsam als „Verfasser“ bezeichnet) verfasst. Weder Close Brothers Seydler Research AG, noch Close Brothers Seydler Bank AG oder Kooperationspartner, die Gesellschaft oder ihre Gesellschafter haben die in dieser Studie enthaltenen Informationen unabhängig geprüft.

§ 34b WpHG setzt gemeinsam mit den Bestimmungen der FinAnV eine Sicherheitsanalyse voraus, die mögliche Interessenskonflikte mit der Gesellschaft, die Gegenstand der Finanzanalyse ist, aufzeigt.

Close Brothers Seydler Research AG ist eine Tochtergesellschaft im Mehrheitsbesitz von Close Brothers Seydler Bank AG (nachstehend „CBS“). Close Brothers Seydler Research AG fertigt sein Research und seine Analysen jedoch unabhängig von CBS an. CBS bietet ein umfangreiches Serviceangebot an, das über Investment Banking und Liquiditätsbeschaffung (Designated Sponsoring) hinausgeht. CBS kann mit der analysierten Gesellschaft die folgenden Beziehungen haben (weitere Informationen und Angaben können auf Anfrage zur Verfügung gestellt werden):

- a. CBS hält eine Beteiligung von mehr als 5% am Grundkapital der analysierten Gesellschaft.
- b. CBS war an der Führung eines Konsortiums (Lead oder Co-Lead) beteiligt, welches als Selling Agent für die Emission von Finanzinstrumenten fungierte, die selbst oder deren Emittent innerhalb der letzten 12 Monate Gegenstand dieser Studie sind.
- c. CBS hat innerhalb der letzten 12 Monate Investment Banking- oder Beratungsleistungen für das analysierte Unternehmen erbracht, für die eine Vergütung zu entrichten war oder getätigt wurde.
- d. CBS fungiert als Designated Sponsor für die Wertpapiere der Gesellschaft, geregelt durch einen bestehenden Designated Sponsorship Vertrag. Diese Dienstleistung enthält auch das Stellen von Geld und Briefkursen. Auf Grundlage des Designated Sponsoring Vertrages kann CBS regelmäßig Anteile an der Gesellschaft halten und eine Vergütung oder Honorar für seine Dienstleistungen vereinnahmen.
- e. Der Designated Sponsoring Vertrag beinhaltet ein vertraglich vereinbartes Honorar für Research-Dienstleistungen.
- f. Das Unternehmen, das Gegenstand der Analyse ist, hat sich mit CBSR auf einen Research-Dienstleistungsvertrag geeinigt. CBSR erhält im Gegenzug eine Kompensation.
- g. CBS hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen.

Folgende Interessenskonflikte waren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Studie gegeben: d, f

CBS und/oder seine Mitarbeiter oder Kunden dürfen hinsichtlich der in dieser Finanzanalyse angegebenen Wertpapiere oder entsprechenden Finanzinstrumenten Positionen eingehen sowie Käufe und/oder Verkäufe als Auftraggeber oder Vermittler durchführen. CBS ist es gestattet, für das analysierte Unternehmen Investment Banking-, Beratungs- und/oder andere Dienstleistungen zu erbringen und/oder führende Positionen bei den analysierten Gesellschaften einzunehmen. Die Vergütung des Verfassers steht in keinem direkten oder indirekten Zusammenhang mit den in dieser Studie vertretenen Empfehlungen oder Meinungen.

### Bewertungssystem:

Close Brothers Seydler Research AG verwendet ein Rating System für die Bewertung von Aktien, das drei Bewertungsstufen beinhaltet. Die Ratings beziehen sich auf einen Investitionszeitraum von bis zu 12 Monaten:

KAUFEN: Wir erwarten eine absolute Performance des Aktienkurses von mindestens +10%.

HALTEN: Wir erwarten eine absolute Performance des Aktienkurses zwischen 0% und +10%.

VERKAUFEN: Wir erwarten eine absolute Performance des Aktienkurses von unter 0%.

Bewertungshistorie der vergangenen 12 Monate für die in dieser Studie analysierte Gesellschaft:

Datum	Rating	Aktienkurs zum Zeitpunkt der Analyse	Kursziel
11. November 2013	KAUFEN	EUR 17,03	EUR 23,00
12. August 2013	KAUFEN	EUR 16,50	EUR 23,00
8. May 2013	KAUFEN	EUR 15,76	EUR 23,00



28. März 2013	KAUFEN	EUR 15,90	EUR 23,00
05. März 2013	KAUFEN	EUR 15,70	EUR 23,00
09. November 2012	KAUFEN	EUR 20,13	EUR 28,00

#### Risikokskalierung:

Close Brothers Seydler Research AG verwendet ein Rating System für die Bewertung von Risiken, das drei Bewertungsstufen beinhaltet. Die Ratings beziehen sich auf einen Investitionszeitraum von bis zu 12 Monaten:

GERING: Volatilität wird niedriger als beim Vergleichsindex erwartet

MITTEL: Volatilität wird konform zum Vergleichsindex erwartet

HOCH: Volatilität wird höher als beim Vergleichsindex erwartet

Die folgenden Bewertungsmethoden werden zur Bewertung von Unternehmen herangezogen: Multiplikatorenmodelle (KGV, Kurs/Cash Flow, Kurs/Buchwert, Unternehmenswert (EV)/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Liquidationswertansätze oder Bewertungsverfahren von Vermögenswerten. Die Bewertungsmodelle werden von makroökonomischen Größen wie Zinsen, Wechselkursen, Rohstoffpreisen und Konjunkturschätzungen beeinflusst. Zudem beeinflussen auch Marktstimmungen die Bewertung von Unternehmen. Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, der Kapitalflussrechnung und Bilanz sind stichtagsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit mit vorheriger Ankündigung ändern.

Die in dieser Studie enthaltenen Meinungen und Prognosen stammen ausschließlich von dem Verfasser der Studie. Die für die Erstellung der Studie herangezogenen wesentlichen Informationsquellen sind Veröffentlichungen in nationalen und internationalen Medien wie Informationsdiensten (u.a. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX), Fachpresse (u.a. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times), Fachpublikationen, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten. Zudem fanden im Vorfeld der Unternehmensstudie Gespräche mit der Geschäftsleitung statt. Teile der Studie wurden dem Emittenten möglicherweise vor der Veröffentlichung ausgehändigt. Danach wurden keine wesentlichen Änderungen mehr vorgenommen. Die in dieser Studie enthaltenen Informationen basieren auf Daten, die für zuverlässig gehalten werden. Der Verfasser kann jedoch die Richtigkeit und Vollständigkeit der Daten nicht gewährleisten. Die hier enthaltenen Meinungen und Schätzungen wurden nach derzeit bestem Wissen vorgenommen und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Mögliche Fehler oder Unvollständigkeiten der Informationen begründen keine Gewährleistungsansprüche, weder in Bezug auf indirekte oder direkte Schäden noch auf Folgeschäden. Die Darstellung der analysierten Gesellschaft spiegelt die persönliche Meinung des Verfassers wieder. Alle Mitarbeiter der Gesellschaft des Verfassers, die an der Erstellung der Studie oder der Finanzanalyse beteiligt waren, unterliegen hausinternen Compliance-Regelungen.

Die Studie dient Informationszwecken und sollte nicht als Empfehlung, Angebot oder Aufforderung verstanden werden, in dieser Studie genannte Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen. Die historische Entwicklung ist nicht notwendigerweise ein Hinweis auf die zukünftige Wertentwicklung. Der Verfasser übernimmt keine Haftung für Verluste, die sich direkt oder als Folge aus der Nutzung von Informationen aus dieser Studie begründen. Die Studie ist vertraulich und wird nur an einen ausgewählten Empfängerkreis versandt. Die Studie wurde ausschließlich für professionelle Investoren erstellt und richtet sich nicht an Privatanleger. Daher sollte sie nicht an derartige Personenkreise weitergegeben werden. Weiterhin darf die Studie elektronisch verschickt werden, bevor sie in ausgedruckter Form zur Verfügung steht. Es ist ohne die vorherige schriftliche Erlaubnis des Verfassers nicht gestattet, die Studie für andere Investmentfirmen oder Einzelpersonen zu vervielfältigen (weder gesamt noch in Teilen). Der Verfasser ist weder in Großbritannien noch in einer Genehmigungsbehörde in den USA registriert.

Es wurde im Voraus nicht festgelegt, ob und in welchen Zeitabständen diese Studie aktualisiert wird. Falls nicht anders angegeben, beziehen sich die aktuellen Kurse auf Schlusskurse des vorherigen Handelstages. Die historische Entwicklung ist nicht notwendigerweise ein Hinweis auf die zukünftige Wertentwicklung. Der Verfasser behält sich das Recht vor, seine Meinung ohne vorherige Ankündigung zu ändern, d.h. die enthaltenen Meinungen spiegeln die Einschätzung des Verfassers zum Veröffentlichungstag dieser Studie wieder.

Diese Finanzanalyse wurde erstellt, um institutionelle Investoren zu informieren, damit diese ihre eigenen Investitionsentscheidungen treffen können. Sie wurde nicht erstellt, um einen spezifischen Investor hinsichtlich seiner Investitionen zu beraten. Durch die Annahme dieser Studie bestätigt der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen. Die Studie unterliegt dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Der Gerichtsstand für etwaige Streitigkeiten ist Frankfurt am Main (Deutschland).

Dieses Dokument ist lediglich Investoren in den US angedient, die (i) „maßgebliche institutionelle Investoren“ (nach Regelung der SEC Rule 15a-6 sowie dem entsprechenden anwendbaren Interpretationen) und auch „qualifizierte institutionelle Käufer“ (QIBs) unter Anwendung der SEC Rule 144A veröffentlicht durch die Börsenaufsichtsbehörde

SEC entsprechend des Wertpapiergesetzes von 1933, novelliert als der („Securities Act“) oder (ii) Investoren, die nicht „US Personen“ unter Anwendung der Regulierung S nach dem „Securities Act“ und dazu gehörenden anwendbaren Interpretationen sind. Das Angebot oder der Verkauf bestimmter Wertpapiere an QIB's kann nach Maßregelung der Regel 144A erfolgen. Solche Wertpapiere können auch unter Beabsichtigung der Umgehung von Regulierung S außerhalb der USA angebotene und verkaufte Wertpapiere darstellen. Dieses Dokument stellt in keiner Hinsicht ein Angebot oder eine Interessensbekundung zum Verkauf von sämtlichen Wertpapieren nach Regulierung S dar. Sämtliche dieser Wertpapiere können zu diesem Zeitpunkt nicht US-Personen angeboten oder verkauft werden sowie nur an US-Personen wiederverkauft werden, wenn diese Wertpapiere nach dem Wertpapiergesetz von 1933, wie novelliert, und anwendbaren staatlichen Wertpapiergesetzen registriert sind, oder eine Ausnahmeregelung von der Regulierung verfolgen.

Dieses Dokument ist zum Vertrieb lediglich an Personen im oder aus dem Vereinigten Königreich gerichtet, die autorisiert sind oder nach Maßgabe des „Financial Services and Markets Act 2000“ oder jeglichem dem zugrundeliegenden Auftrag des Vereinigten Königreichs ausgenommene Personen sind oder an professionelle Investoren nach Definition der Section 19 des „Financial Services and Markets Act (Financial Promotion)“ Order 2005 und darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden.

Dieses Dokument ist in Kanada nur für Pensionsfonds, Mutual Funds, Banken, Asset Manager und Versicherungsgesellschaften bestimmt. Der Vertrieb dieses Dokuments unter anderen Gerichtsbarkeiten kann durch das Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Insbesondere darf dieses Dokument, weder direkt noch indirekt, nicht nach Japan oder an jegliche dort ansässige Personen versandt oder vertrieben werden.

Zuständige Aufsichtsbehörde:  
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)  
Graurheindorferstraße 108  
53117 Bonn

und

Marie-Curie-Str. 24-28  
60439 Frankfurt

Close Brothers Seydler  
Research AG

Schillerstraße 27-29  
60313 Frankfurt am Main  
www.cbseydlerresearch.ag  
Tel.: 0049 - (0)69 - 97 78 45 60