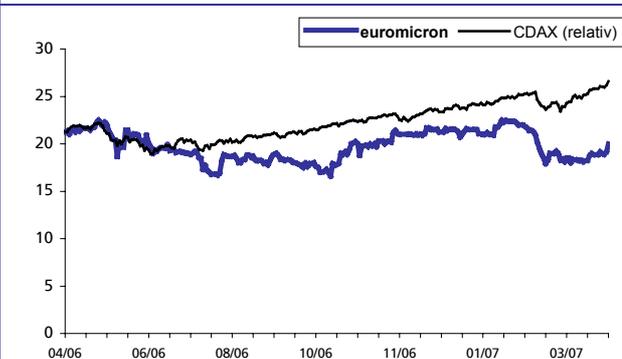


Kaufen Risiko: **Kursziel: EUR 28,00**
(alt: Kaufen) mittel

Deutliches Wachstum in 2007 voraus

Bloomberg: EUC GY Kurs: EUR 20,00
Reuters: EUCG.DE CDAX: 665,14
ISIN: DE0005660005
Internet: www.euromicron.de
Segment: Prime Standard/Geregelter Markt
Branche: Netzwerk-Systemhaus



Kursdaten: Bloomberg 16.04.2007 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 22,79 / EUR 16,36
Marktkapitalisierung: EUR 93,20 Mio.
Aktienzahl: 4,66 Mio.

Aktionäre: Streubesitz 62,4%
Cycladic Capital Manage- 18,3%
VATAS Belgium 11,3%
Aktieninvestor.com 5,0%
AvW 3,0%

Termine: Zahlen Q1/07 15.05.2007
Hauptversammlung 20.06.2007
Zahlen Q2/07 14.08.2007
Zahlen Q3/07 14.11.2007

Analyse: SES Research

Veröffentlichung: 17.04.2006
Malte Schaumann (Analyst) +49-(0)40 309537-17

Institutionelle Kundenbetreuung: M.M.Warburg & CO

Barbara C. Effler (Head of Equities) +49-(0)40 3282-2636
Institutional Equity Sales
Christian Alisch +49-(0)40 3282-2667
Thomas Dinges +49-(0)40 3282-2635
Matthias Fritsch +49-(0)40 3282-2696
Dr. James F. Jackson +49-(0)40 3282-2664
Oliver Jürgens +49-(0)40 3282-2666
Benjamin Kassen +49-(0)40 3282-2630
Marina Konzog +49-(0)40 3282-2669
Dirk Rosenfelder +49-(0)40 3282-2692
Marco Schumann +49-(0)40 3282-2665
Andreas Wessel +49-(0)40 3282-2663
Sales Trading
Oliver Merckel +49-(0)40 3282-2634
Thekla Struve +49-(0)40 3282-2668
Gudrun Bolsen +49-(0)40 3282-2679
Nils Carstens +49-(0)40 3282-2701
Jörg Treprow +49-(0)40 3282-2658
Steffen Flemming +49-(0)40 3282-2694
Sales Assistance
Wiebke Möller +49-(0)40 3282-2703
Kerstin Muthig +49-(0)40 3282-2632

Im Bereich optischer und anderer Netzwerke bietet euromicron - angefangen bei anspruchsvollen Komponenten bis zur Realisierung von Netzwerkinfrastrukturprojekten - ein breites Lösungsspektrum an. Das Unternehmen differenziert sich durch ein großes Know-how-Spektrum, mit dem auch komplexe Netzwerkprojekte bearbeitet werden können bei gleichzeitig hoher Vertriebsstärke durch eine breite regionale Aufstellung und hoher Flexibilität.

Zur weiteren Stärkung des Kerngeschäfts und der regionalen Präsenz verfolgt euromicron eine Akquisitionstrategie. Mit einem in **2006 realisierten ROI von rund 30%** bei einem **bezahlten EBIT-Multiplikator von gut 3** ist diese im **hohen Maße wertschaffend**. Mit den in 2006 realisierten Zukäufen und infolge des organischen Wachstums vor dem Hintergrund sukzessiv steigender Investitionen in Netzwerkinfrastruktur wird euromicron die Erlösbasis in 2007 um rund 28% auf gut EUR 148 Mio. steigern können. Hinzu kommt die Fortführung der Akquisitionstätigkeit im laufenden Jahr. Wir haben unser Modell angepasst und **antizipieren keine Beiträge aus der Umsetzung von Akquisitionen**.

Bei konstanten Holdingkosten in Höhe von rund EUR 2,5 Mio. führt die Margenstärke der in 2006 realisierten Übernahmen und zusätzliches organisches Umsatzwachstum zu einer **überproportionalen Entwicklung der Ergebnismargen**. Im Zuge dessen **steigt der ROCE von erwartet knapp 12% in 2006 auf 15,5% in 2007** und 18% in 2008. Im Rahmen der Umsetzung von weiteren wertschaffenden Akquisitionen sollte der ROCE auf über 20% gesteigert werden können. Im Zuge einer positiven Ergebnisentwicklung erwarten wir unverändert steigende Dividendenzahlungen.

Die Akquisitionen aus 2006 sollten für eine positive operative Entwicklung im Jahresverlauf auf Quartalsbasis sorgen. Weitere positive News dürften vor allem aus der Umsetzung von weiteren Akquisitionen stammen, von denen wir uns weiterhin eine wertschaffende Umsetzung versprechen.

Unser **Kursziel von EUR 28** je Aktie basiert auf einem DCF-Modell ohne Berücksichtigung von Übernahmen in 2007. Der Free Cash-flow Yield liefert weiteres Upside bis auf EUR 33. Die Downside-Risiken sollten durch eine **Dividendenrendite von 3,5%** begrenzt sein. Wir bekräftigen das **Anlageurteil Kaufen**.

Geschäftsjahresende	12/05	12/06	12/07e	12/08e	12/09e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 20,00 EUR					
Umsatz	114,1	115,9	148,2	160,9	172,1
Rohertragsmarge	54,0%	48,9%	51,3%	51,5%	51,5%
EBITDA	10,4	9,6	16,1	19,1	20,5
EBITDA-Marge	9,1%	8,3%	10,9%	11,9%	11,9%
EBIT	8,3	7,7	14,0	16,9	18,1
EBIT-Marge	7,3%	6,6%	9,5%	10,5%	10,5%
Nettoergebnis	5,6	4,4	8,6	10,1	10,9
Ergebnis je Aktie	1,21	0,94	1,84	2,18	2,33
Cash-Flow je Aktie	1,67	1,35	2,29	2,66	2,85
Dividende je Aktie	0,60	0,70	0,85	1,00	1,10
Dividendenrendite	3,0%	3,5%	4,3%	5,0%	5,5%
EV/Umsatz	0,93	0,91	0,72	0,66	0,62
EV/EBITDA	10,16	11,04	6,59	5,54	5,17
EV/EBIT	12,77	13,77	7,57	6,27	5,86
KGV	16,53	21,28	10,87	9,17	8,58
ROCE	10,8%	9,0%	15,5%	18,2%	18,6%
Adj. Free Cash Flow Yield	10,6%	6,9%	13,3%	15,8%	16,3%

Equity Story

Bewertung

Kennzahlen

Positionierung von euromicron

euromicron ist ein führender Komponenten- und Systemanbieter für Netzwerkinfrastruktur der sich in einem fragmentierten Markt mit einem Gesamtmarktvolumen von rund EUR 9 Mrd. in Deutschland (Bitkom 2006) bewegt. Die mit inzwischen 16 Unternehmen am Markt auftretende Gruppe verfügt über **umfassende Kompetenz im Bereich Netzwerktechnologie** für Daten-/Telekommunikation, Videonetzwerke oder Sicherheitsnetzwerke. Mit Projekt- und Systemlösungen zum Auf- und Ausbau von Telekommunikations- und Datennetzen richtet sich euromicron an Netzbetreiber (Festnetz-Carrier wie Mobilfunk), Betreiber von Rechenzentren und klassische Unternehmen mit LAN-Infrastrukturen (LAN: Local Area Networks). Zum Leistungsumfang gehören Planung, Installation und fortlaufende Wartungsdienste.

Zweites Standbein von euromicron sind **hochwertige hardware-bezogene Aktivitäten** (Umsatzanteil 2006: 34%). Das Leistungsangebot beinhaltet die Herstellung hochpräziser, hochwertiger optischer Steckverbindungen, die exakte Konfektionierung passiver Komponenten wie Glasfaserkabel oder Steckverbindungen, aktive optische Komponenten (Glasfaser-Übertragungssysteme) wie z.B. Multiplexer sowie die elektrotechnische Ausgestaltung von Test-, Montage- und Laborarbeitsplätzen. Komplettiert wird das Angebotsspektrum durch Distributions- und Beratungsleistungen.

Obwohl euromicron einige Großprojekte betreut, liegt der **Umsatzanteil einzelner Kunden deutlich unter 10%**. Wir gehen davon aus, dass der größte Kunde derzeit die Deutsche Telekom im Rahmen des Aufbaus des VDSL-Netzes mit einem Umsatzanteil von 5-7% ist. Als weiteres Referenzprojekt kann bspw. die Planung und Realisierung der Daten-, Kommunikations- und Sicherheitstechnik der neuen Deutschen Börse genannt werden.

Wettbewerbsqualität

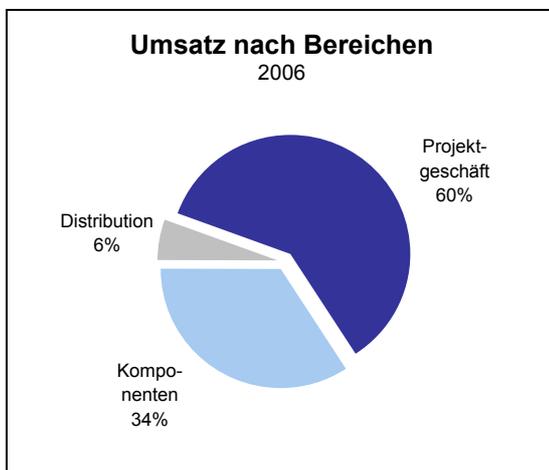
Hohe Fragmentierung im Projektgeschäft

Die **Wettbewerbsstruktur zeichnet sich durch eine hohe Fragmentierung** mit wenigen größeren Anbietern aus. Letztere sind häufig Teil eines größeren Konglomerats wie z. B. Siemens oder T-Systems. Auf der anderen Seite existiert eine Vielzahl von lokal operierenden Einheiten die Umsatzvolumen bis zum einstelligen Mio.-Bereich aufweisen.

Gegenüber beiden Gruppen kann sich euromicron differenzieren. **Kleinere Einheiten sind einerseits zu eng fokussiert** und können anspruchsvollere Projekte nur begrenzt bearbeiten, zumal speziell ausgebildete Mitarbeiter benötigt werden. Dabei können in der Regel - **gerade mit komplexeren Projekten aufgrund der geringeren Wettbewerbsintensität und höheren Bedeutung der Qualität - höhere Margen** generiert werden.

Andererseits können **regional übergreifend orientierte größere Anbieter Vorteile bei der Auftragsgewinnung** ausspielen. So hat euromicron durch die breite regionale Aufstellung eine hohe Vertriebsstärke und kann diese mehr und mehr mit Netzwerkübergreifendem Know-how kombinieren.

Größere Wettbewerber zeichnen sich in der Regel zwar durch ein großes Know-how-Spektrum aus, allerdings geht mit diesem häufig



Grafik 1; Quelle: Euromicron

Equity Story

Bewertung

Kennzahlen

keine schlanke Struktur einher. Dieser Aspekt führt zu einem **Fehlen an Flexibilität**, um Kundenwünsche adäquat bedienen zu können. Diese Einheiten fokussieren sich aus diesem Grund tendenziell auf größere Projekte, da auf diese in der Regel auch eine zentrale Vertriebsorganisation ausgerichtet ist. Die lokale Präsenz ist deutlich geringer ausgeprägt.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass sich euromicron im Systemgeschäft als Lösungsanbieter eine **hervorragende Reputation** erarbeitet hat. **Zunehmend treten bei der Auftragsvergabe Anforderungen wie die Integration verschiedener Netzwerktypen in den Vordergrund.** Diese kann euromicron mit der **Verzahnung der Unternehmensgruppe als Lösungsanbieter** annehmen. Gegenüber größeren Wettbewerbern gewinnt euromicron durch ein **hohes Maß an Flexibilität und einer schlanken Struktur**. Eine Zunahme an Wettbewerbsintensität durch eine Formierung neuer Wettbewerber ist derzeit nicht zu erkennen. Die wesentliche Markteintrittsbarrieren sind hohe Anforderungen an das notwendige Know-how-Spektrum bei gleichzeitig lokaler Präsenz zur Auftragsgenerierung. Darüber hinaus ist die Wettbewerbsintensität insgesamt bereits als relativ hoch einzuschätzen. Euromicron selbst fokussiert sich zunehmend auf komplexere Tätigkeitsgebiete, Standardtätigkeiten wie passive Elektrotechnik werden an Subunternehmen gesourct. Mit der **Zunahme von komplexen Anforderungen gewinnt die margenträchtigeren Positionierung als Lösungsanbieter an Bedeutung** und versetzt euromicron in die Lage, das heutige Margenniveau mindestens zu halten.

[Fokus auf qualitativ hochwertige Komponenten verringert Wettbewerbsintensität im Hardware-Geschäft](#)

Im **Hardware-Bereich fokussiert sich euromicron auf qualitativ hochwertige Komponenten** und vermeidet hierdurch Wettbewerb mit Anbietern von Massenware. So zeichnen sich die Produkte von euromicron durch eine garantierte hohe Lebensdauer und Zuverlässigkeit aus. Bei langlebigen Investitionen - wie in Netzwerkinfrastrukturprojekte - sind diese Faktoren von entscheidender Bedeutung, zumal die von euromicron angebotenen Komponenten - wie spezielle Steckverbindungen oder exakt konfektionierte Glasfaserkabel - am Gesamtinvestitionsvolumen nur einen geringen Teil einnehmen. So sind z.B. bei einigen Kunden wie Telekommunikationsunternehmen für diese Teile nur eine eng begrenzte Zahl an Zulieferern zertifiziert. Durch die Adressierung von Nischen kann euromicron z.T. operative Margen signifikant oberhalb von 15% erzielen.

Durch die Verbindung von Projekt- mit Komponenten-Geschäft erreicht euromicron eine einzigartige Aufstellung. Neben der höheren Marktnähe profitiert euromicron insbesondere durch die Nutzung von Cross-Selling-Potenzialen und kann seinen Kunden gewünschte Gesamtlösungen anbieten. Durch den Komponentenbereich überschneiden sich Wettbewerber und Kunden. Konkurrierende Anbieter im Systemgeschäft (wie z.B. T-Systems) zählen auf der anderen Seite zu den Kunden im Komponenten-Bereich.

Equity Story

Bewertung

Kennzahlen

Akquisitionsstrategie 2006 & 2007

Die heutige Aufstellung resultiert aus der **Umsetzung einer erfolgreichen Akquisitionsstrategie**. Nicht zum Kerngeschäft gehörende industrielle Beteiligungen wurden veräußert (die letzte im Dezember 2005) und mit der generierten Liquidität **Zukäufe zur Stärkung des Kerngeschäfts** vorgenommen. Wesentlich hierfür war die Ablösung des vormaligen 80%igen Gesellschafters AdCapital im Dezember 2005, der die Fokussierung und Stärkung der Gesellschaft nur begrenzt gefördert hat.

Die Umsetzung von Akquisitionen ist zum derzeitigen Zeitpunkt für euromicron aus mehreren Gesichtspunkten sinnvoll:

- Der Markt befindet sich im Umbruch. Die **zunehmende Integration verschiedener Netzwerktypen** (optische IP-, Gigabit Ethernet-Netzwerke) **erhöht die Komplexität der nachgefragten Projektlösungen**. So sind Anbieter mit begrenztem Fokus immer weniger in der Lage, eine anspruchsvollere Nachfrage zu bedienen. Diesen **Trend hat euromicron bereits seit längerem erkannt und komplettiert sukzessive das eigene Know-how-Spektrum**.
- Der zunehmenden **Vernetzung von verteilten Produktionsstandorten** können Anbieter mit einer breiten regionalen Aufstellung besser begegnen als lokale Anbieter. Vor diesem Hintergrund liegt ein Schwerpunkt der Akquisitionstätigkeit von euromicron auch auf regionalen Aspekten.
- In einigen Fällen **stoßen Akquisitionsziele an die Grenzen ihrer Kapitalausstattung** und können weiteres Wachstum nicht hinreichend finanzieren. Hier kann euromicron mit unterstützender Finanzierung die weitere wertschaffende Entwicklung des Unternehmens, verbunden mit der Eröffnung von Synergie- und Cross-Selling-Potenzialen, forcieren.
- Hinzu kommt eine hohe Zahl an Übernahmekandidaten mit anstehender Diskussion über die **Unternehmensnachfolge**. Der überwiegende Teil der Eigner ist operativ tätig und steht am Ende des Berufslebens. Der EXIT mit euromicron hat sich in der Vergangenheit bereits mehrfach bewährt.

Auf Basis von Gesprächen mit einigen 100 Unternehmen verfügt euromicron mittlerweile über ein bedeutendes Know-how im Hinblick auf die Realisierung von Übernahmen. euromicron verfolgt eine behutsame Integration in die Unternehmensgruppe, die in der Regel über 2-3 Jahre angelegt ist. Dabei wird das Management i.d.R. zwar durch euromicron ergänzt, aber nicht ausgetauscht. Durch Bonus/Malus-Regelungen sind die Verkäufer (diese sind häufig auch Geschäftsführer) weiterhin am Geschäftserfolg in der Integrationsphase beteiligt. Mit dieser Vorgehensweise hat sich bisher keine Akquisition bei bislang insgesamt rund 15 Übernahmen als „Problemfall“ entwickelt.

Equity Story

Bewertung

Kennzahlen

Auch im vergangenen Geschäftsjahr 2006 hat euromicron weitere Akquisitionen getätigt. Schwerpunkte lagen hier auf der Ergänzung auf regionaler Ebene sowie dem Ausbau der Aktivitäten im Hardware-Bereich. Tabelle 1 stellt die Übernahmen des vergangenen Jahres dar. Herauszustellen ist, dass die übernommenen Unternehmen **in Summe mit einer EBIT-Marge von über 15% erheblich zu einer Verbesserung der Ergebnisqualität auf Gruppenebene** beisteuern. Vor diesem Hintergrund beeindruckt ein **günstiger Kaufpreis** in Höhe eines **EBIT-Multiples von rund 3,3**, womit ein **ROI von 31%** realisiert wurde.

In 2006 realisierte Akquisitionen

Ziel	Bekanntgabe	Umsatz 06 (e)	EBIT (e)
Krumm Telekom	Feb 06	2 Mio.	
Microsens	Aug 06	10 Mio.	
BCK	Aug 06	4 Mio.	
SSM Gruppe	Nov 06	8 Mio.	
G. Hartmann	Nov 06	2 Mio.	
Telefonbau Schneider	Dez 06	4 Mio.	
Gesamt		30 Mio.	4,7 Mio.
Kaufpreis (e)	16 Mio.		
	ROI	Umsatz-Mult	EBIT-Mult.
Bewertung	29,4%	0,53	3,4

Tabelle 1; Quelle: SES Research

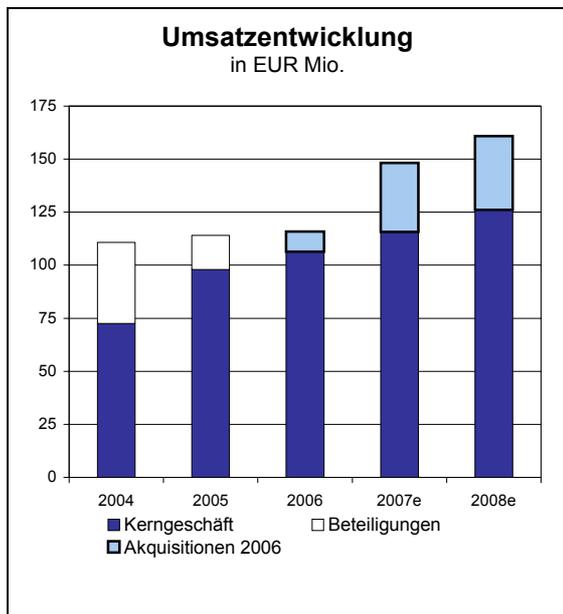
In **2007** sind **weitere Akquisitionen zu erwarten**. euromicron beabsichtigt Zukäufe mit einem annualisierten, kumulierten Umsatzvolumen von EUR 30 Mio. Auf dieser Basis legt euromicron den Grundstein für ein profitables Umsatzwachstum auf deutlich mehr als EUR 180 Mio. im Geschäftsjahr 2008. Entgegen unserem bisherigen Modell haben wir in unseren Prognosen keine Beiträge von Akquisitionen mehr berücksichtigt.

Die **attraktiven Kaufpreise** erklären sich aus unserer Sicht durch mehrere Faktoren. Die grundlegende Marktänderung durch die Integration verschiedener Netzwerke lässt kleinere Einheiten zunehmend an ihre Grenzen stoßen. In Kombination mit dem Faktor Unternehmensnachfolge trifft euromicron auf eine relativ große Zahl an potenziellen Übernahmezielen. Im Hinblick auf die Unternehmensnachfolge ist die Vorgehensweise von euromicron für die ehemaligen Eigener i.d.R. von hoher Attraktivität. Für die Zeit der Integration in die Gruppe bleiben diese weiter in geschäftsleitender Position tätig.

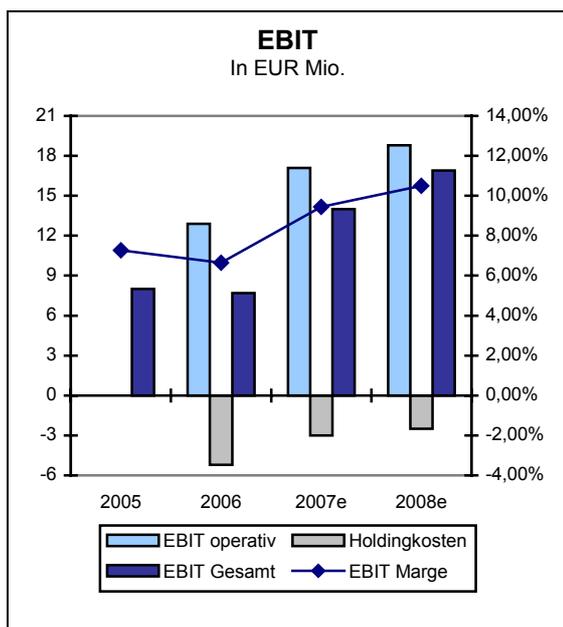
Equity Story

Bewertung

Kennzahlen



Grafik 2; Quellen: euromicron, SES Research



Grafik 3; Quellen: euromicron, SES Research

Finanzen

Während euromicron die Erwartungen für 2006 noch nicht ganz erfüllen konnte, sind wir zuversichtlich, dass das Unternehmen im laufenden Geschäftsjahr eine attraktive Performance vorweisen wird.

2006 durch Sonderaufwendungen belastet

Die von euromicron für 2006 berichteten Zahlen lagen unter unseren Erwartungen. Im Ergebnis findet sich eine hohe Belastung aus Einmalaufwendungen in Höhe von EUR 2,8 Mio. Mit EUR 1 Mio. entfällt der Großteil dieser Kostenposition auf akquisitionsbedingte Aufwendungen für die hohe Zahl von 9 Zukäufen. Weitere wesentliche Aufwendungen ergaben sich aus der Verschmelzung von den beiden größten Systemhäusern der euromicron-Gruppe (EUR 0,7 Mio.) sowie für Abwertungen nach IFRS und liquiditätsneutrale Aufwendungen aus dem Aktienoptionsprogramm (EUR 0,8 Mio.). Die Holdingkosten lagen mit EUR 2,4 Mio. marginal über den antizipierten EUR 2,0 Mio. Die operative Marge (vor Holdingkosten) lag bei über 11%.

Der Ausblick für 2007 ist mit erwarteten Erlösen in Höhe von EUR 140 Mio. und einem EBIT EUR 12,5 – 13,5 Mio. konservativ ausgefallen. Wir halten ein Übertreffen dieser Werte für wahrscheinlich.

Auswirkungen der Akquisitionen aus 2006

Nachdem die Übernahmen bereits in 2006 erste Umsatz- und Ergebnisbeiträge gebracht haben, wird das gesamte Potenzial erst im Rahmen der Vollkonsolidierung im laufenden Geschäftsjahr 2007 deutlich. Die übernommenen Unternehmen dürften mit kumulierten Erlösen in Höhe gut EUR 30 Mio. ein EBIT von knapp EUR 5 Mio. (EBIT-Marge >15%) beisteuern.

Änderung des Prognosenmodells

Nachdem wir bislang Akquisitionen als Kernelement der Strategie in unseren Prognosen antizipiert haben, ändern wir diesen Prognosenansatz. Unsere Erwartungen basieren nunmehr auf der heutigen Aufstellung der Gruppe.

In 2007 erwarten wir eine **Umsatzsteigerung um knapp 28%** auf gut EUR 148 Mio. Gleichzeitig sollte euromicron das **EBIT deutlich überproportional um gut 80% auf erwartet EUR 14,0 Mio.** steigern können. Die Holdingkosten erwarten wir inklusive einem leichten Puffer für weitere Akquisitionsaufwendungen bei EUR 3,0 Mio. Wir gehen nicht davon aus, dass in 2007 Einmalaufwendungen in mit 2006 vergleichbarer Größenordnung (EUR 2,8 Mio.) anfallen. Diese wurden im Wesentlichen durch IFRS-Bewertungseffekte, der Einführung des Aktienoptionsprogramms und der Verschmelzung der großen Systemhäuser euromicron Systems und delcom (Umsatzanteil 2006 knapp 30%) determiniert. Diese abgeschlossene Integration führt bereits im laufenden Jahr zur Realisierung von Synergiepotenzialen insbesondere im Overhead-Bereich. Diese haben wir in unseren Prognosen nicht antizipiert. Zudem dürfte der Akquisitionsfokus in 2007 auf größeren Unternehmen mit Umsatzvolumina ab EUR 5 Mio. liegen. Die geringere Zahl an Akquisitionen reduziert die hierfür notwendigen Aufwendungen deutlich.

Equity Story

Bewertung

Kennzahlen

Insgesamt **erhöht eine steigende Umsatzbasis den operating Leverage**. Die Holdingkosten befinden mit erwartet EUR 3,0 Mio. in 2007 und EUR 2,5 Mio. in 2008 bereits auf hohem Niveau. Zusätzliche Ergebnisbeiträge ziehen somit eine sukzessive Steigerung der Margen nach sich. Zudem reduzieren sich die Holdingkosten bei verringerter Akquisitionsintensität um weitere EUR 0,5 Mio. Der **Umsatzanstieg in 2007 und die signifikant höhere Ergebnisqualität der in 2006 übernommenen Gesellschaften führen zu einer überproportionalen Ergebnisentwicklung** im laufenden Geschäftsjahr und zum Erreichen **einer EBIT-Marge von über 9,5%**.

Steigende Returns

Die **steigende Ergebnisqualität** und die weitere Verwendung vorhandener Liquidität für Akquisitionen führt zu einer signifikanten **Ausweitung des ROCE von gut 12% (vor Einmalaufwendungen) in 2006 auf knapp 16%** ab dem laufenden Jahr 2007 und 18% ab 2008. Sollte euromicron die Akquisitionstätigkeit in 2007 zu vergleichbar günstigen Multiplikatoren fortsetzen können, besteht Potenzial, den ROCE weiter auszuweiten.

Die nachfolgende Tabelle zeigt unsere Prognosen für die Geschäftsjahre 2007e bis 2009e.

Geschäftsjahresende	12/05	12/06	12/07e	12/08e	12/09e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 20,00 EUR					
Umsatz	114,1	115,9	148,2	160,9	172,1
Umsatz (alt)			165,8	187,4	
Delta			-10,6%	-14,1%	n.a.
EBITDA	10,4	9,6	16,1	19,1	20,5
Marge	9,14%	8,28%	10,85%	11,90%	11,90%
EBITDA (alt)			19,8	22,6	
Delta			-18,8%	-15,3%	n.a.
EBIT	8,3	7,7	14,0	16,9	18,1
Marge	7,27%	6,64%	9,45%	10,50%	10,50%
EBIT (alt)			16,5	18,8	
Delta			-15,1%	-10,1%	n.a.
Nettoergebnis	5,6	4,4	8,6	10,1	10,9
Marge	4,95%	3,77%	5,79%	6,31%	6,32%
Nettoergebnis (alt)			10,3	11,5	
Delta			-16,7%	-12,0%	n.a.
Ergebnis je Aktie	1,21	0,94	1,84	2,18	2,33
Ergebnis je Aktie (alt)			2,21	2,47	
Delta			-16,7%	-11,7%	n.a.
Dividende je Aktie	0,60	0,70	0,85	1,00	1,10
Dividendenrendite	3,00%	3,50%	4,25%	5,00%	5,50%
Dividende (alt)			0,94	1,00	
Delta			-9,6%	0,0%	n.a.
ROCE	10,8%	9,0%	15,5%	18,2%	18,6%

euromicron beabsichtigt, rund 50% des Gewinns als Dividende auszuschütten. Die nachhaltige Ertragsstärke wird durch die Anhebung der Dividendenzahlung für 2006 auf EUR 0,70 verdeutlicht. Auf aktuellem Kursniveau bedeutet dies eine **Dividendenrendite in Höhe von rund 3,5%**. Bei steigendem Ergebnisniveau in den kommenden Jahren ist **sukzessive mit der Steigerung der Dividendenzahlung zu rechnen**.

Equity Story

Bewertung

Kennzahlen

Newsflow

Auf Quartalsbasis sollten die Konsolidierungseffekte der Übernahmen und die entsprechende Umsatz- und Ergebniswirkung ersichtlich sein. Darüber hinaus erwarten wir die Umsetzung weiterer Akquisitionen. Hier erwarten wir ebenfalls positive Werteffekte, da euromicron diese auch weiterhin mit einem ROI von rund 30% umsetzen sollte.

Schlussfolgerung

Die Aufstellung von euromicron ermöglicht dem Unternehmen die Partizipation am erwarteten Marktwachstum, das vor allem von der Aufrüstung bestehender Netzwerke infolge einer notwendigen Erhöhung der verfügbaren Bandbreite sowie die Implementierung und Integration verschiedener Netzwerktypen getrieben wird. Mit der Akquisitionsstrategie verfolgt das Unternehmen die Komplettierung der regionalen Aufstellung im Inland, die Markterschließung im deutschsprachigen Ausland sowie die Ergänzung des Know-hows. Zudem können die Akquisitionen bislang mit einem beeindruckenden wertschaffenden ROI von rund 30% realisiert werden. Bei konstanten Holdingkosten führt der Umsatzanstieg zu einer Erhöhung des Operating Leverage und einer sukzessiven Steigerung der EBIT-Marge auf 10% in 2008e. Bereits im laufenden Jahr wird euromicron die Umsatzbasis, die Ergebnismargen und den ROCE deutlich ausweiten können. In 2008 sollte das Unternehmen an der Schwelle eines Umsatzes von EUR 200 Mio. kratzen können, was wir bisher in unseren Prognosen nicht antizipiert haben.

Equity Story

Bewertung

Kennzahlen

Bewertungskennzahlen

Kurs: 20,00 EUR	12/05	12/06	12/07e	12/08e	12/09e
EV/Umsatz	0,9	0,9	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	10,2	11,0	6,6	5,5	5,2
EV/EBIT	12,8	13,8	7,6	6,3	5,9
KGV	16,5	21,3	10,9	9,2	8,6
ROCE	10,8%	9,0%	15,5%	18,2%	18,6%
Dividendenrendite	3,0%	3,5%	4,3%	5,0%	5,5%

Tabelle 3; Quellen: SES Research (Prognosen), Bloomberg (Kursdaten)

Als zentralen Bewertungsansatz ziehen wir ein DCF-Modell heran. Dieses wird durch eine Betrachtung des Free-Cashflow-Yields plausibilisiert. Einen Bewertungsvergleich auf Basis einer Peer-Group erachten wir nicht als aussagekräftig, da sich keine mit euromicron vergleichbaren börsennotierten Unternehmen finden. Mögliche Peer-Werte fokussieren sich z.T. ausschließlich auf das Hardware-Geschäft (z.B. Huber + Suhner) und bedienen hier u.a. einen deutlich größeren Markt (z.B. Molex). Unternehmen mit einer Fokussierung auf den Systembereich sind nicht börsennotiert oder haben ihren Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit auf anderen Bereichen (wie z.B. Bechtle, hier steht die margenschwache Distribution im Vordergrund).

Die wesentlichen Ergebnisse sind:

- auf Basis eines **DCF-Modells** ergibt sich ein **fairer Wert von EUR 28 je Aktie**
- der **adjustierte Free Cashflow** liefert **weiteres Upside bis auf EUR 33** bereits auf Basis einer 2007er Bewertung

DCF Modell

Zwischen 2006e und 2010e erwarten wir ein durchschnittliches **jährliches Umsatzwachstum von 12,5%**. Dabei ist zu beachten, dass bereits in 2007 die Erlöse um rund 28% gesteigert werden.

Aufgrund der **Skaleneffekte über Holdingkosten** und aufgrund einer etwas höheren operativen Marge der in 2006 getätigten Übernahmen **steigt das EBIT im gleichen Zeitraum überproportional auf eine EBIT-Marge von rund 10%**. Diesen Wert haben wir als langfristig erzielbar angesetzt.

Der Capex liegt infolge eines nur gering investitionsintensiven Geschäfts bei lediglich 1,5 - 2% vom Umsatz. Die Nettoverschuldung liegt zur Zeit bei EUR 12 Mio.

Die Free Cashflows in den Planjahren werden mit einem **WACC von gut 9,2%** (risikolose Rendite: 4,0%; Marktrendite: 9,25%; BE-TA: 1,10; Fremdkapitalquote: 10%) abgezinst.

Auf Basis unserer Annahmen ergibt sich ein **Unternehmensgesamt看wert von EUR 130 Mio.** bzw. **EUR 28 je Aktie.**

Equity Story	Bewertung	Kennzahlen
--------------	-----------	------------

DCF Modell

	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Umsatz	148,2	160,9	172,1	184,2	193,4	203,1	213,2	223,9	235,1	244,5	254,3	261,9	269,8	277,8
Veränderung	27,8%	8,6%	7,0%	7,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%
EBIT	14,0	16,9	18,1	18,6	19,3	20,3	21,3	22,4	23,5	24,4	25,4	26,2	27,0	27,8
EBIT-Marge	9,5%	10,5%	10,5%	10,1%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Steuerquote	36,0%	37,0%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%
Abschreibungen	2,1	2,3	2,4	2,4	3,7	3,9	4,1	4,3	4,5	4,6	4,8	5,0	5,1	5,6
in % vom Umsatz	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	2,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-7,2	-2,5	-3,2	-3,8	-1,0	-2,2	-2,3	-2,5	-2,6	-4,6	-4,9	-1,9	-2,0	-2,0
- Investitionen	-2,6	-2,8	-3,4	-4,0	-3,9	-4,1	-4,3	-4,5	-4,7	-4,9	-5,1	-5,2	-5,4	-5,6
Investitionsquote	1,7%	1,7%	2,0%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	1,3	7,6	7,4	6,5	11,2	10,6	11,1	11,7	12,2	10,8	11,1	14,6	15,0	15,8

Wertermittlung (Mio. EUR)	Modellparameter	Sensitivität Wert je Aktie (EUR)							ewiges Wachstum				
Barwerte bis 2020	Fremdkapitalquote 10,00%	WACC	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%				
Terminal Value	Fremdkapitalzins 6,8%		10,23%	23,23	23,50	23,79	24,09	24,41	24,75	25,10			
Verbindlichkeiten	Marktrendite 9,25%		9,73%	24,90	25,22	25,56	25,92	26,30	26,71	27,14			
Liquide Mittel	risikofreie Rendite 4,00%		9,48%	25,81	26,16	26,53	26,93	27,34	27,79	28,27			
Eigenkapitalwert			9,23%	26,78	27,16	27,57	28,00	28,46	28,95	29,48			
	Beta 1,10		8,98%	27,81	28,23	28,67	29,15	29,65	30,20	30,78			
Aktienzahl (Mio.)	WACC 9,23%		8,73%	28,91	29,36	29,85	30,38	30,93	31,54	32,18			
Wert je Aktie (EUR)	ewiges Wachstum 1,50%		8,23%	31,33	31,89	32,48	33,12	33,81	34,55	35,35			

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), SES Research (Prognosen und Kennzahlen), Bloomberg (Kursdaten)

Free-Cashflow-Yield

Das adjustierte Free-Cashflow-Yield unterstellt, dass das Asset (Enterprise Value) Bewertungspotenzial aufweist, wenn der Free Cashflow Return (adj. Free Cashflow = Jahresüberschuss + Abschreibungen + Erhaltungsinvestitionen + Steuern – Zinsen) auf den Enterprise Value die mit 10% angesetzten Opportunitätskosten übersteigt.

Angesichts des deutlich ansteigenden adj. Free Cashflows in den nächsten Jahren, eröffnet das Modell **Upside bis auf EUR 33** je Aktie auf Basis einer Bewertung in 2008.

Equity Story

Bewertung

Kennzahlen

Free Cash Flow Yield

	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Jahresüberschuss	5.647	4.368	8.575	10.146	10.874
+ Abschreibung + Amortisation	2.133	1.906	2.075	2.252	2.410
- Zinsergebnis (netto)	-637	-518	-850	-850	-850
+ Steuern	1.843	2.565	4.880	6.047	6.201
- Erhaltungsinvestitionen	1.314	2.056	2.295	2.520	3.060
= Adjustierter Free Cash Flow	8.946	7.301	14.084	16.775	17.275
Adjustierter Free Cash Flow Yield	10,6%	6,9%	13,3%	15,8%	16,3%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Aktueller Enterprise Value	84.171	105.608	106.000	106.000	106.000
= Fairer Enterprise Value	89.460	73.014	140.844	167.753	172.755
- Nettoverschuldung (Cash)	-9.029	12.408	12.800	12.800	12.800
- Pensionsverbindlichkeiten	670	710	710	710	710
- Off Balance Sheet	0	0	0	0	0
= Faire Marktkapitalisierung	97.819	59.896	127.334	154.243	159.245
Aktienanzahl (k)	4.660	4.660	4.660	4.660	4.660
Fairer Wert je Aktie (EUR)	20,99	12,85	27,32	33,10	34,17
Premium (-) / Discount (+) in %	5,0%	-35,7%	36,6%	65,5%	70,9%

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), SES Research (Prognosen und Kennzahlen), Bloomberg (Kursdaten)

Konklusion

Von einer Peer-Group-Bewertung sehen wir ab, da sich aus unserer Sicht keine vernünftige und aussagekräftige Peer-Group zusammenstellen lässt.

Unsere DCF-Bewertung ergibt einen **fairen Wert pro Aktie von EUR 28**, was ein **Upside von rund 40%** ergibt. Auf Basis des **Free Cashflow Yields ergibt sich weiteres Potenzial bis auf rund EUR 33** je Aktie, was gegenüber dem heutigen Kursniveau eine Bewertungsperspektive von 65% eröffnet.

Equity Story

Bewertung

Kennzahlen

Kennzahlen (euromicron)

GuV (in Mio. EUR)	2005	2006e	2007e	2008e
Umsatz	114,1	115,9	148,2	160,9
Gesamtleistung	116,1	114,9	149,7	162,5
Materialaufwand	54,4	58,2	73,7	79,6
Rohrertrag	61,7	56,7	76,0	82,9
Personalkosten	35,9	32,1	41,3	45,0
Sonstiger betrieblicher Aufwand	15,3	14,9	18,5	18,7
EBITDA	10,4	9,6	16,1	19,1
Abschreibungen	2,1	1,9	2,1	2,3
- davon Goodwill-Abschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	8,3	7,7	14,0	16,9
Finanzergebnis	-0,6	-0,5	-0,5	-0,6
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	7,7	7,2	13,6	16,3
Steuern	1,8	2,6	4,9	6,0
Nettoergebnis vor Minoritäten	5,8	4,6	8,7	10,3
Nettoergebnis	5,6	4,4	8,6	10,1
Ausschüttung	2,8	3,3	4,0	4,7

Cash-Flow	2005	2006e	2007e	2008e
Operativer Cash-Flow	7,8	6,3	10,6	12,4
Free-Cash-Flow	8,3	-0,3	1,4	7,1
Investitionen	1,5	18,1	2,6	2,8

Bilanz (Mio. EUR)	2005	2006e	2007e	2008e
Sachanlagen	3,3	5,4	5,9	6,4
Immat. Vermögen	37,8	54,1	54,1	54,1
Net Working Capital	20,6	26,8	34,0	36,4
Umlaufvermögen	59,4	50,1	52,0	54,4
Liquide Mittel	20,5	8,2	1,4	2,0
Eigenkapital	66,2	66,9	72,9	79,1
Rückstellungen	3,3	2,2	2,2	2,2
Finanzverbindlichkeiten	11,4	20,7	15,6	13,1
Nettoliquidität	9,0	-12,4	-14,3	-11,1
Bilanzsumme	100,8	109,8	112,1	115,0

Rechnungslegung	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Geschäftsjahresende	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008

Wachstumsraten	2005	2006e	2007e	2008e
Umsatz	3,7%	1,6%	27,8%	8,6%
EBITDA	-15,1%	-8,0%	67,4%	19,1%
EBIT	-18,2%	-7,3%	81,9%	20,6%
EBT	-18,5%	-6,3%	88,7%	20,6%
Nettoergebnis	24,7%	-22,6%	96,3%	18,3%
Dividende	0,0%	16,7%	21,4%	17,6%

Kostenintensitäten	2005	2006e	2007e	2008e
Materialaufwand / Umsatz	47,7%	50,2%	49,8%	49,5%
Personalaufwand / Umsatz	31,5%	27,7%	27,9%	28,0%

Umsatzaufteilung	2005	2006e	2007e	2008e
------------------	------	-------	-------	-------

Kursdaten	2005	2006e	2007e	2008e
Kurs (EUR)				20,00
Marktkap. (Mio. EUR)				93
Enterprise Value (Mio. EUR)				106

Aktienkennzahlen	2005	2006e	2007e	2008e
Ergebnis je Aktie (EUR)	1,21	0,94	1,84	2,18
Umsatz je Aktie (EUR)	24,49	24,88	31,80	34,52
Free-Cash-Flow je Aktie (EUR)	1,77	-0,06	0,30	1,53
Dividende je Aktie (EUR)	0,60	0,70	0,85	1,00

Bewertungskennzahlen	2005	2006e	2007e	2008e
KGV	16,50	21,34	10,87	9,19
KUV	0,82	0,80	0,63	0,58
EV/SALES	0,93	0,91	0,72	0,66
EV/EBITDA	10,16	11,04	6,59	5,54
EV/EBIT	12,77	13,77	7,57	6,27
KBV	1,41	1,39	1,28	1,18
Dividendenrendite	3,0%	3,5%	4,3%	5,0%

Aktienanzahl (Mio.)	2005	2006e	2007e	2008e
Stammaktien ausstehend	4,66	4,66	4,66	4,66
Vorzugsaktien ausstehend				

Rentabilität	2005	2006e	2007e	2008e
EBITDA / Umsatz	9,1%	8,3%	10,9%	11,9%
EBIT / Umsatz	7,3%	6,6%	9,5%	10,5%
EBT / Umsatz	6,7%	6,2%	9,1%	10,2%
Nettoergebnis / Umsatz	4,9%	3,8%	5,8%	6,3%
EK-Rendite	8,5%	6,5%	11,8%	12,8%
GK-Rendite	6,4%	5,3%	8,6%	9,6%
ROCE	10,8%	9,0%	15,5%	18,2%

Unternehmensprofil

Euromicron ist ein führender Komponenten- und Systemanbieter für Netzwerkinfrastruktur. Die Gruppe verfügt über umfassende Kompetenzen im Bereich optischer Netze. Die breite regionale Aufstellung verschafft der Gruppe eine hohe Vertriebsstärke. Gleichzeitig führt die schlanke Aufstellung zu einer hohen Flexibilität bei der Berücksichtigung von Kundenwünschen. Im Komponentengeschäft fokussiert sich Euromicron auf die Entwicklung und Produktion hochwertiger Komponenten, womit das Unternehmen nicht in Wettbewerb zu Herstellern von Massenware tritt.

Management

Dr. Willibald Späth (CEO, CFO); Dr. Edgar Bernardi (CTO)

Aktionäre

Streubesitz	62,40%
Cycladic Capital Management	18,30%
VATAS	11,30%
Aktieninvestor.com	5,00%
AvW	3,00%

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), SES Research (Prognosen und Kennzahlen), Bloomberg (Kursdaten)

Der Rechtshinweis sowie aktualisierte Veröffentlichungen gemäß § 34b WpHG und FinAnV bezüglich des/der hier analysierten Wertpapiers/Wertpapiere können im Internet unter der Adresse <http://www.mmwarburg.com/research/disclaimer/disclaimer.htm> abgerufen werden. Der Rechtshinweis und die Veröffentlichungen sind Bestandteil dieser Analyse und sollten bei Entscheidungen, die auf dieser Analyse beruhen, berücksichtigt werden.

Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der SES Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; er enthält ausgewählte Informationen und erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die SES Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA und der SES Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, daß Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

Urheberrechte

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offenzulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Weder die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der SES Research GmbH beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

K Kaufen: Es wird erwartet, daß der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.

H Halten: Es wird erwartet, daß der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.

V Verkaufen: Es wird erwartet, daß der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.

“-“ Empfehlung ausgesetzt: Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

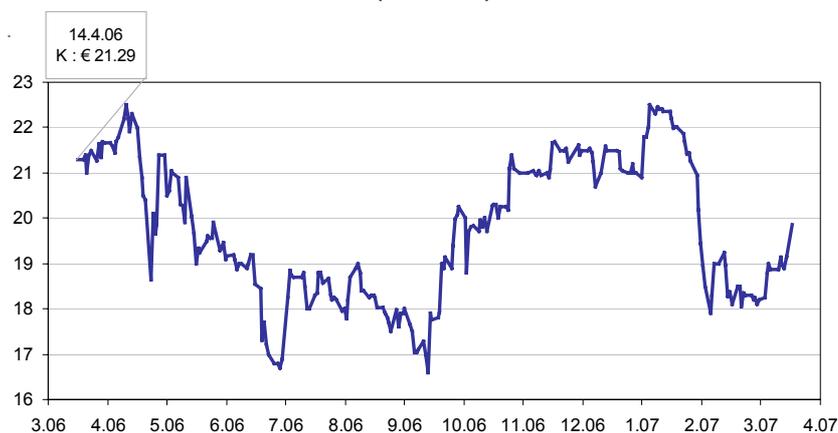
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	98	51%
Halten	72	37%
Verkaufen	15	8%
Empf. ausgesetzt	9	5%
Gesamt	194	

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung, unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	76	59%
Halten	41	32%
Verkaufen	6	5%
Empf. ausgesetzt	5	4%
Gesamt	128	

Kurs- und Empfehlungs-Historie
euromicron (EUCG.DE) am 16.4.07



Quellen: Factset (Kurse) / SES Research (Empfehlungen)

Die Kästchen oben in der Kurs- und Empfehlungs-Historie zeigen an, zu welchem Zeitpunkt welche Empfehlung durch die SES Research GmbH ausgesprochen wurde. Jedes Kästchen zeigt das Datum an, an welchem der Analyst eine geänderte Empfehlung abgegeben hat. Eine Ausnahme bildet das erste Kästchen; es steht entweder für die aktuelle Empfehlung zu Beginn des angezeigten Zeitraums oder für die erste Empfehlung bei Aufnahme der Coverage innerhalb dieses Zeitraums.