

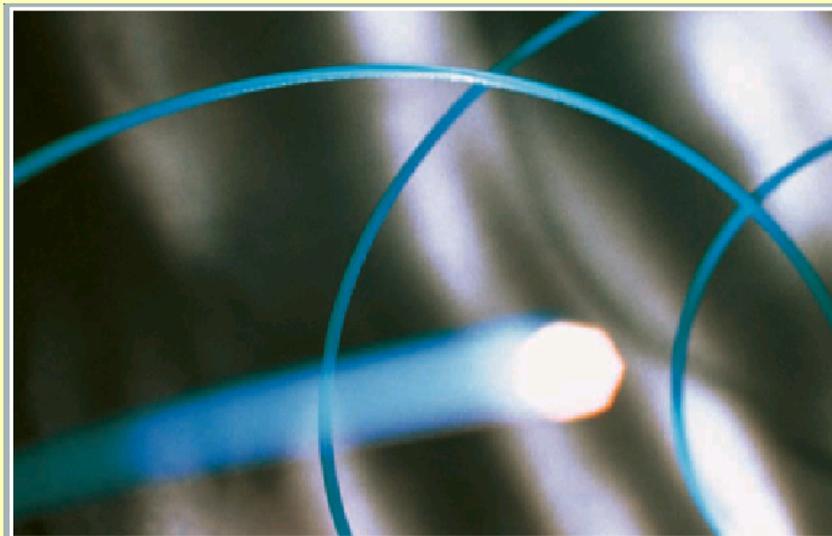


Independent Research

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

Investment Research

euromicron
Aktiengesellschaft



**Marktsegment: Prime Standard
Branche: Technologie**

Update

23. April 2007

Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokumentes, die Haftungserklärung, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Pflichtangaben zu § 34b Wertpapierhandelsgesetz am Ende dieses Dokumentes. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Finanzinstrumente auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen.

euromicron AG 4) Kaufen vorher: Akkumulieren vom 04.04.2006

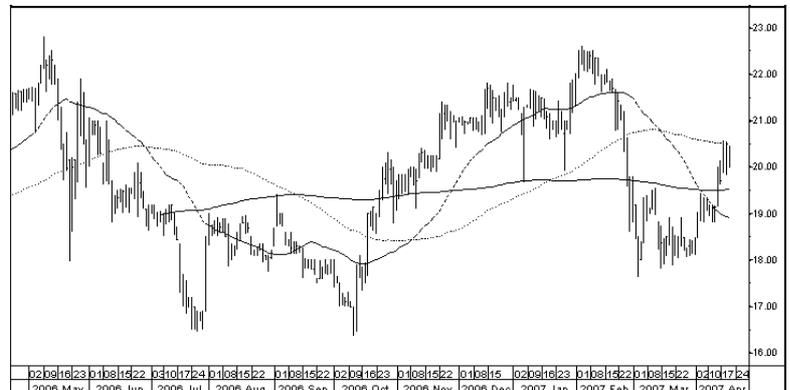
Ereignis:

Endgültige Zahlen FY 2006

Einschätzung:

Kaufen

IR	2	2	2
Rating	Wachstum	Investor Relations	Konstanz



euromicron

Ersteller: Martin Decot (Senior Analyst)

- ⇒ **2006: 18% bereinigtes Umsatzwachstum, davon etwa die Hälfte organisch; Anstieg des EBIT vor Holdingkosten und Sonderaufwendungen um über 90% bei einer Erhöhung der entsprechenden Marge von 5,9% auf 11,1%**
- ⇒ **Wir erwarten weitere Margensteigerungen durch Integration der zugekauften Unternehmen, die Synergien und Skaleneffekte mit sich bringt**
- ⇒ **Für 2007e sind Zukäufe von mindestens 30 Mio. Euro annualisiertem Umsatz geplant. Danach soll annualisiert ein Konzernumsatz von 200 Mio. Euro überschritten werden. Da der ROI auf bisherige Zukäufe erheblich über den Kapitalkosten von euromicron lag, gehen wir von weiteren Wertsteigerungen aus künftigen Akquisitionen aus**
- ⇒ **Unser Kursziel erhöhen wir auf 29,50 (alt: 26,60) Euro. Wir votieren weiterhin mit Kaufen**

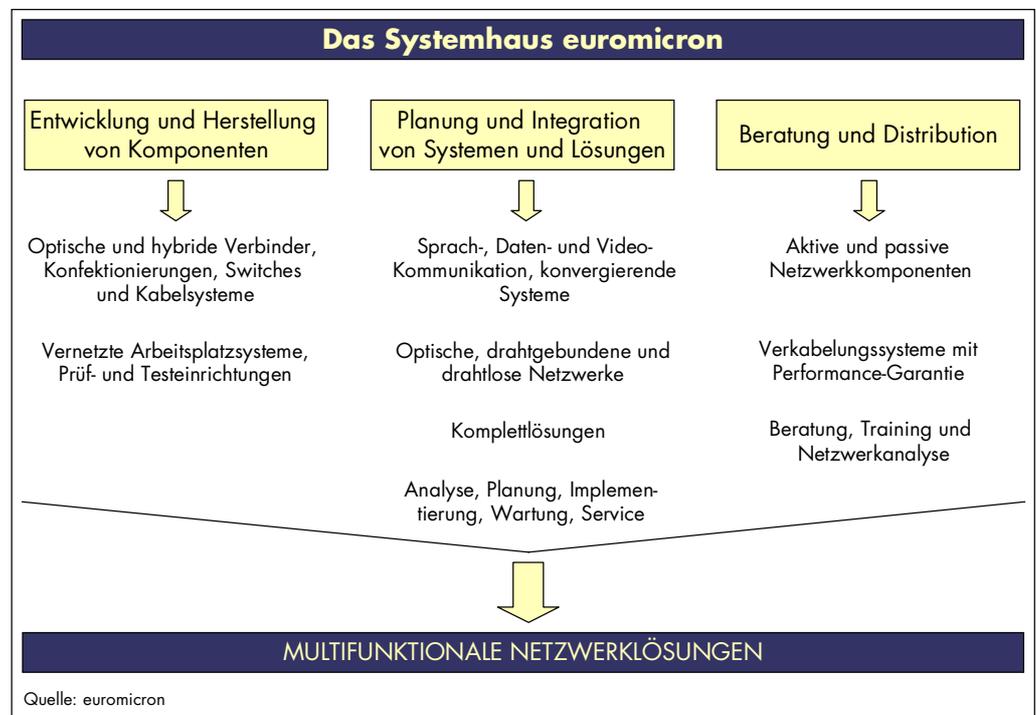
euromicron AG		Technologie		Performance (ggü. DAX)					
Land	GE	Geschäftsjahr	31.12.	Rel. 1 Monat	-1,3%				
Aktienanzahl (Mio.)	4,660	www.euromicron.de		Rel. 3 Monate	-12,7%				
Ø Tagesumsatz (Stück)	19.470	Letzte Dividende	0,60	Rel. 6 Monate	-11,8%				
ISIN	DE0005660005	Zahltag Dividende	26.06.2006	Rel. 12 Monate	-22,8%				
Kurs (Frankfurt)	20,00	Marktkapt. Mio. Euro	93,2	Beta (fundamental)	1,1				
20.04.2007	17:36 Uhr	Währung	EUR	Volatilität (90 Tage)	25,4%				
52W Hoch	22,79	Datum	09.05.2006	Prime Technology	0,632%				
52W Tief	16,36	Datum	11.10.2006	Prime All Share	0,008%				
Aktionäre:	Cycladic Capital Management 18,34%; Longview S.A. 11,34%; AKTIENINVESTOR.com 5,04%; AvW Gruppe AG mind. 3%; Rest Streubesitz								
Beteiligungen:	Jeweils 100%: euromicron systems GmbH; EUROMICRON Werkzeuge GmbH; Pfeiffer GmbH IT-Systemhaus; NTA GmbH; ELABO GmbH; jeweils 80%: BCK Systeme GmbH; MICROSENS GmbH & Co. KG; u.a.								
GJ	Umsatz	EBIT	EBT	JÜ	EpS	KGV	EV/Umsatz 07e:	0,68	
2005	114,1	8,3	7,7	5,7	1,21	13,8	EV/EBIT 07e:	7,43	
2006	115,9	7,7	7,2	4,4	0,95	21,1	Div-Rendite 06e:	3,5%	
2007e	150,4	13,7	13,3	8,4	1,83	11,0	CAGR Umsatz 04-07e:	11,0%	
2008e	161,8	16,5	16,1	10,2	2,23	9,0	CAGR JÜ 04-07e:	22,7%	
Zahlen in Mio. Euro außer EpS; historische KGVs auf Basis des Jahresdurchschnittskurses								RL:	IFRS

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Unternehmensprofil

Positionierung als Anbieter von Komplettlösungen ist vollzogen

Die euromicron Gruppe ist ein führender Lösungsanbieter für Kommunikationssysteme und Sicherheitsnetzwerke mit Herstellerkompetenz in der Glasfasertechnologie. Mit leistungsstarken Entwicklungs- und Herstellerbetrieben, Projekt- und Systemgesellschaften sowie interdisziplinären Beschaffungs-, Distributions- und Beratungsteams positioniert sich euromicron als Anbieter von Komplettlösungen: euromicron entwickelt, produziert und distribuiert Netzwerkkomponenten auf Basis von Kupfer-, Glasfaser- und drahtloser Technik und plant, implementiert und wartet Kommunikations-, Informations- und Sicherheitsnetze für alle Anwendungen. Hierbei fokussiert sich euromicron auf Nischenmärkte mit hohen Qualitäts- und Flexibilitätsanforderungen, in denen der Preisdruck geringer ist. Neben einem kräftigen organischen Wachstum expandiert euromicron rasant mittels Akquisitionen im Rahmen einer zielgerichteten Buy-and-Build-Strategie.



Operative Entwicklung in 2006

Bereinigtes Wachstum von 18%, zur Hälfte organisch

Übernahme von neun Unternehmen mit einem Jahresumsatz von total 30 Mio. Euro und 4,5 Mio. Euro annualisiertem EBIT

Der Umsatz betrug im Geschäftsjahr 2006 rund 115,9 (Vorjahr: 114,1) Mio. Euro. Hieraus errechnet sich ein bereinigtes Wachstum von ca. 18% gegenüber dem Vorjahr, in dem der Umsatz im Kerngeschäftsfeld (also ohne die zum Ende 2005 veräußerte Industriebeteiligung FRAKO GmbH) ca. 98 Mio. Euro betragen hatte. Etwa die Hälfte des Wachstums wurde nach Unternehmensangaben organisch erzielt, während die andere Hälfte auf Zukäufe von Unternehmensbeteiligungen entfiel. Für diese Akquisitionen fielen Investitionen von insgesamt rund 16 Mio. Euro an, wofür ein Umsatzvolumen von rund 30 Mio. Euro und ein annualisiertes EBIT von ca. 4,5 Mio. Euro übernommen wurde. Die durchschnittliche EBIT-Marge der übernommenen Unternehmen beläuft sich somit auf ca.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Akquirierte Unternehmen sind margenstark, und die Kaufpreise für die Akquisitionen sind günstig

15% und ist somit ein gutes Stück höher als die vorherige operative Marge der euromicron vor Holdingkosten. Bei einem rechnerischen EBIT-Multiplikator 2006 von durchschnittlich etwa 3,5 wird zudem klar, dass die preislichen Konditionen günstig waren. Wir führen dies darauf zurück, dass euromicron den Verkäufern hinsichtlich der sonstigen Konditionen sehr individuell entgegenkommt. So bleiben Unternehmer mit Nachfolgeproblemen, die das Unternehmen schonend aus der Hand geben wollen, in der Regel zunächst weiterhin am Unternehmen beteiligt und auch operativ oder beratend eingebunden. Zudem erfolgt die Integration in die euromicron schrittweise, anstatt den Unternehmen sofort die eigenen Strukturen überzustülpen. Hervorzuheben ist in 2006 der Erwerb von 80% an der MICROSENS, die eine hohe anwendungsspezifische Entwicklungskompetenz aufweist und durch deren Kauf euromicron sich Know-how bei kleinen aktiven Netzwerk-komponenten und die Märkte Frankreich, Polen und Singapur erschlossen hat.

In 2006 erworbene Unternehmensbeteiligungen					
Unternehmen	Anteil	Kaufpreis in Mio. Euro	Anzahl Mitarbeiter	Kaufdatum	Geschäftsfeld
1 Krumm Telekom GmbH, Langen	100%	einstellig	16	01.02.06	Projekte & Systeme
2 MICROSENS GmbH & Co. KG, Hamm	80%	6,7 (+0,8 Earn-out)	64	25.08.06	Komponenten & Konfektionierung
3 BCK-Systeme Datentechnik GmbH, Oberhaid	80%	einstellig	32	26.08.06	Projekte & Systeme
4 SSM Halle GmbH, Schkopau	100%	einstellig (total für alle drei Unternehmen)	60 (insgesamt)	16.11.06	Projekte & Systeme
5 SSM Leipzig GmbH, Zwenkau	100%			16.11.06	Projekte & Systeme
6 Engel Schwerin GmbH, Schwerin	100%			16.11.06	Projekte & Systeme
7 Gustav Hartmann Nachrichten- und Fernmeldetechnik GmbH, München	80%	einstellig	15	30.11.06	Projekte & Systeme
8 Telefonbau Schneider GmbH, München	100%	einstellig	25	19.12.06	Projekte & Systeme
9 TPB Telecom Partner in Berlin GmbH, Berlin	51%		ca. 20	19.12.06	Projekte & Systeme
NTA GmbH, Mainz (Aufstockung auf 100%)	20%	1,3		15.02.06	Projekte & Systeme
Total		16,6	ca. 230		

Quelle: euromicron

Kräftiger Anstieg der operativen Marge...

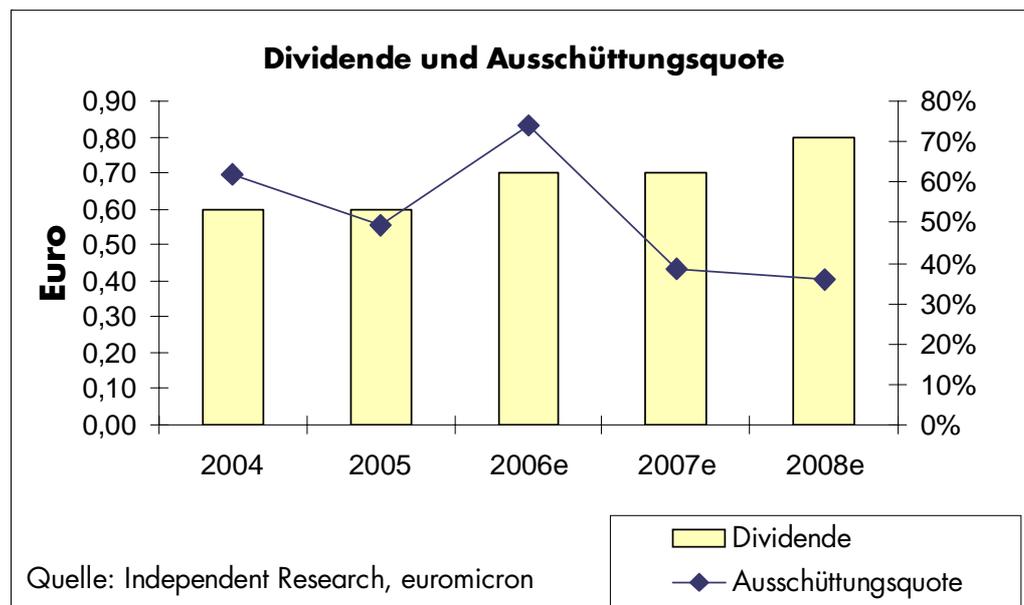
...aber Belastungen durch Sondereffekte

Das operative Ergebnis vor Holdingkosten und Sonder-/Einmalaufwendungen stieg um 90,4% auf 12,9 (6,8) Mio. Euro, während sich die entsprechende Marge von 5,9% auf 11,1% erhöhte. euromicron erfüllte somit nahezu punktgenau die eigene Zielsetzung. Das EBIT nach Holdingkosten und Einmalaufwendungen betrug 7,7 (8,3) Mio. Euro. Hierin sind relativ hohe Einmalaufwendungen (ca. 2,8 Mio. Euro) und Holdingkosten (ca. 2,4 Mio. Euro) enthalten. Weil mehr Unternehmen (von teilweise kleinerer Größe) übernommen wurden, als ursprünglich geplant, fielen u.a. relativ hohe Rechts- und Beratungskosten an. Neben Aufwendungen für das neue Aktienoptionsprogramm (0,3 Mio. Euro) belastete zudem die Kaufpreisallokation gemäß IFRS 3; so fielen auf aufgedeckte stille Reserven von 1,3 Mio. Euro aus Übernahmen in 2006 bereits Abschreibungen von 0,3 Mio. Euro an. Beim Vergleich gegenüber dem Vorjahr sind zudem Sondererträge in 2005 aus der Entkonsolidierung der FRAKO in Höhe von rd. 2,9 Mio. Euro zu berücksichtigen, ohne die das Konzern-EBIT in 2005 nur etwa 5,4 Mio. Euro betragen hätte.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Hohe Dividendenrendite

Die Dividende soll von 0,60 Euro je Aktie für 2005 auf 0,70 Euro für 2006 erhöht werden. Die Ausschüttungsquote steigt somit trotz des hohen angestrebten Unternehmenswachstums von 50% auf 74%. Dies erklärt sich mit den hohen Einmalaufwendungen in 2006; bereinigt um diese Aufwendungen verbleibt die Quote in etwa auf Vorjahresniveau. Auf Basis des aktuellen Kurses ergibt sich eine relativ hohe Dividendenrendite von 3,5%.

Finanzierung weiteren Wachstums ist gesichert

Durch eine weitere Tilgung des Industriedarlehens sind in 2006 zwar die langfristigen Finanzverbindlichkeiten zurückgegangen. Die kurzfristigen Kredite erhöhten sich jedoch auf Grund der Akquisitionen und projektbezogener Zwischenfinanzierungen, so dass die Bankkredite zum 31.12.2006 auf 15,1 (0,9) Mio. Euro anstiegen. Mit einem Finanzmittelbestand von 8,2 (20,5) Mio. Euro, einem starken operativen Cashflow und den (ohne eine Gefährdung der aktuellen Kredit-Ratings) zugesagten Kreditlinien von 30 Mio. Euro sehen wir euromicron jedoch gut gerüstet, die Wachstumsstrategie fortzusetzen. Eine Erhöhung des Grundkapitals erwarten wir daher bis auf Weiteres nicht.

PrognosenGuidance von euromicron für aktuelle annualisierte Umsatz- und EBIT-Zahlen

Nach Angaben von euromicron würde sich aus einer Proforma-Rechnung auf Basis des Unternehmensportfolios per Ende 2006 ohne weitere Unternehmenskäufe und ohne organisches Wachstum ein Konzernumsatz von rund 140 Mio. Euro ergeben, bei einem operativen Ergebnis (vor Holdingkosten) von 15-16 Mio. Euro sowie einem Konzern-EBIT von etwa 12,5-13,5 Mio. Euro. Diese Angaben entsprachen im Großen und Ganzen unseren Annahmen, die unseren vorherigen Prognosen zugrundelagen.

Organisches Wachstum für 2007e und 2008e auf 7-8% geschätzt

Wir schätzen, dass euromicron in 2007e und 2008e zudem ein organisches Wachstum von 7-8% p.a. erreichen wird. Laut BITKOM (Branchenbarometer vom 05.12.2006) soll der gesamte deutsche ITK-Markt in 2007e um etwa 1,6% wachsen und sich insgesamt also positiv entwickeln. Auch die guten gesamtwirtschaftlichen Konjunkturprognosen spre-

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

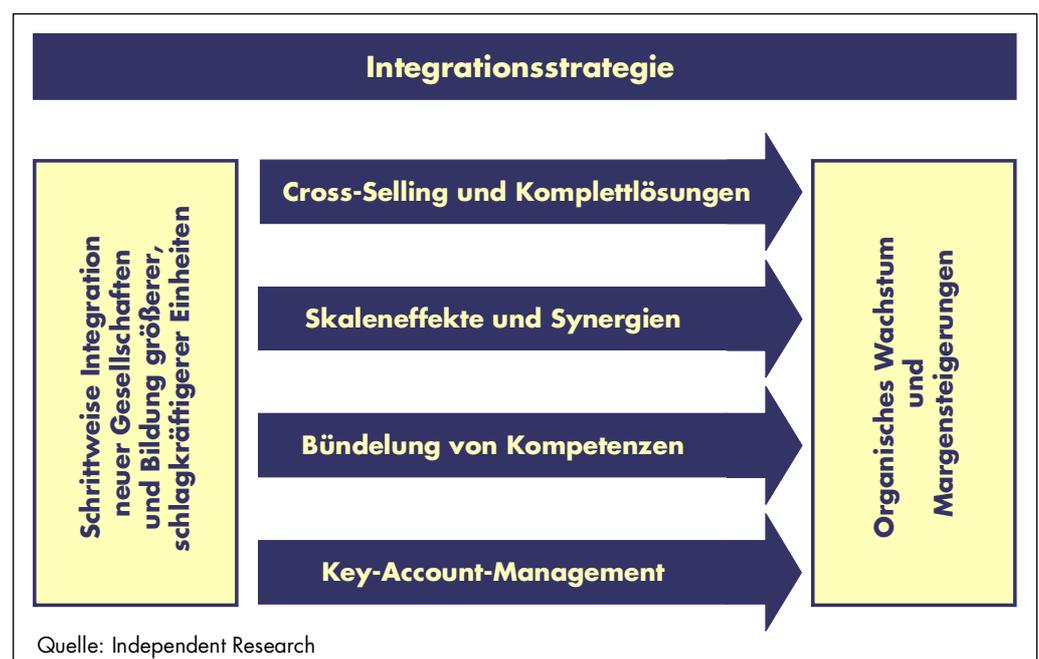
VDSL-Ausbau birgt weiterhin großes Potenzial für euromicron

Integrationsstrategie fördert organische Umsatzsteigerungen...

...und ermöglicht hohe Margensteigerungen

chen dafür, dass viele Unternehmen ihre in den letzten Jahren vernachlässigten Netzwerkinvestitionen nun nachholen werden. Auf Grund der Nischenpositionierung kann euromicron unter allgemein günstigen Marktbedingungen ein deutlich höheres Wachstum als der Branchendurchschnitt erreichen. Angesichts des organischen Wachstums in 2006 von rund 9% erscheinen uns daher 7-8% relativ konservativ. In 2006 herrschte allerdings wegen der Fußball-WM eine erhöhte Nachfrage nach Überwachungs- und Kontrollsystemen, und die Deutsche Bahn ließ in großem Stil ihre Fahrgastinformationssysteme durch euromicron modernisieren. Zudem profitierte euromicron stark vom VDSL-Ausbau des Großkunden Deutschen Telekom. Bei der Deutschen Telekom sehen wir euromicron aber weiterhin sehr gut positioniert, um von Aufträgen im Rahmen des VDSL-Ausbaus in 2007e und 2008e zu profitieren. So hat euromicron alle erforderlichen Zertifizierungen durchlaufen. Zudem existieren kaum Wettbewerber, die Bauteile vergleichbarer Qualität und mit so langen Garantiezeiten wie euromicron liefern. Wir schätzen, dass in 2007 und 2008 jeweils bis zu 10 Mio. Euro Umsatz auf die Deutsche Telekom entfallen könnten.

Wir erwarten, dass die Integration der zugekauften Unternehmen das Absatzpotenzial aller Unternehmen der Gruppe weiter steigern wird. Neben einem verstärkten Cross-Selling der einzelnen Gesellschaften werden immer mehr Komplettlösungen vermarktet, die sich aus dem Leistungsportfolio der Einzelgesellschaften zusammensetzen. Die Bündelung von Kompetenzen, die Verzahnung einander ergänzender Leistungsangebote und die Einführung eines überregionalen Key-Account-Managements sollten zudem für erhöhte Wettbewerbsfähigkeit sorgen. Wir schätzen das Potenzial der euromicron Gruppe für Margensteigerungen als sehr hoch ein. Die Integration und die Verschmelzung einzelner Gesellschaften zu größeren, schlagkräftigeren Einheiten sollte in zunehmendem Maße Skaleneffekte (z.B. aus Produktionszusammenlegungen oder aus Größenvorteilen auf der Einkaufsseite) zur Folge haben und weitere Synergien sowie geringere Managementkosten (Wegfall von Führungspositionen) ermöglichen. Mit der Verschmelzung der delcom auf



¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

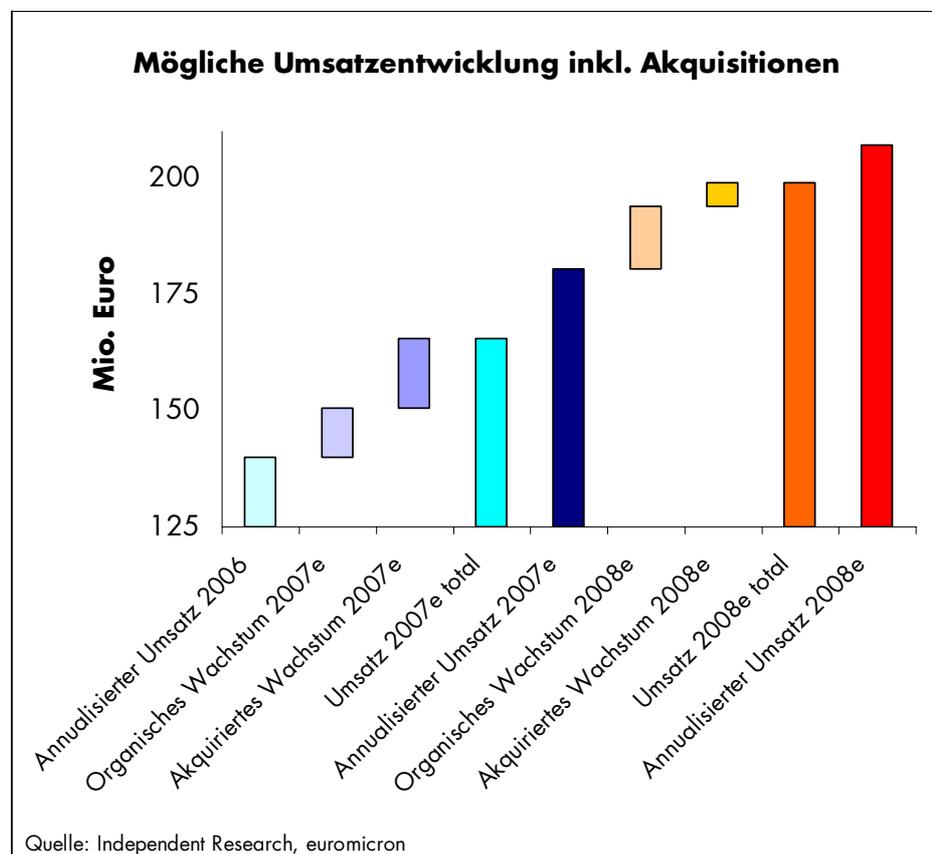
Bildung zweier starker Systemhäuser: euromicron Nord und euromicron Süd

die euromicron systems und der SSM Halle auf die SSM euromicron wurden die ersten Schritte zur Formung zweier starker Systemhäuser (euromicron Nord und euromicron Süd) getan. Die Positionierung als Lösungsanbieter hat zudem den Vorteil, dass euromicron vermehrt mit Paketpreisen operieren und somit dem Preisdruck auf Einzelpreisebene entgehen kann. Im anspruchswachen und daher margenschwachen Geschäft mit elektrotechnischen Installationen, die nur noch im Rahmen von Gesamtprojekten angeboten werden, setzt euromicron fast nur noch Subunternehmer ein. Wir gehen daher von einem weiteren moderaten Anstieg der Materialkostenquote bei geringeren fixen Personalkosten aus.

Unveränderte Prognosen für 2007e und 2008e bis auf eine um eigene Anteile bereinigte Anzahl Aktien

Wir halten an unseren bisherigen Prognosen fest, berücksichtigen nun allerdings die von euromicron zurückgekauften eigenen Aktien (79.096 Stück per 13.04.07) nicht mehr bei der Ermittlung der Gewinne je Aktie. Für 2007e erwarten wir ohne Einbezug zukünftiger Akquisitionen weiterhin einen Umsatz von 150,4 Mio. Euro und ein EBIT nach Holdingkosten von 13,7 Mio. Euro. Den Gewinn je Aktie schätzen wir nun auf 1,83 (alt: 1,79) Euro. euromicron plant jedoch, in 2007 national und international Unternehmen mit einem Umsatzvolumen von mindestens 30 Mio. Euro zu erwerben. Der Umsatz inklusive der für 2007e geplanten Akquisitionen soll auf annualisierter Basis (also unter Annahme einer ganzjährigen Konsolidierung der übernommenen Unternehmen) bis auf etwa 180 Mio. Euro ansteigen. Auf Basis des in 2006 gezeigten Track Record bei den M&A-Aktivitäten gehen wir davon aus, dass euromicron diese hohen Wachstumsziele erreichen kann. Insbesondere erwarten wir, dass sich euromicron auch in Zukunft zu günstigen Bewertungen in profitable Unternehmen einkaufen wird.

Inklusive Akquisitionen: euromicron erwartet einen annualisierten Umsatz 2007e von 180 Mio. Euro



¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Annualisierter Umsatz inklusive Akquisitionen könnte in 2008e 200 Mio. Euro übersteigen

Für 2008e schätzen wir den Umsatz weiterhin auf 161,8 Mio. Euro und das EBIT auf 16,5 Mio. Euro, während wir nun für den Gewinn je Aktie von 2,23 (alt: 2,19) Euro ausgehen. Inklusive der von uns weiterhin erwarteten Akquisitionstätigkeit in 2007e und 2008e gehen wir davon aus, dass der Umsatz bereits in 2008e auf annualisierter Basis mühelos über die Marke von 200 Mio. Euro steigen kann.

Bewertung

Bewertung anhand eines DCF-Modells

Für die Herleitung eines fairen Wertes beschränken wir uns weiterhin auf unser DCF-Modell, das unseres Erachtens das organische und externe Wachstum der euromicron am besten abbilden kann. Insbesondere können vollzogene Akquisitionen laufend mit ihren jeweiligen Kaufpreisen und geschätzten Cashflow-Beiträgen in das Modell aufgenommen werden. Auch Ganzjahreseffekte aus Akquisitionen werden adäquat abgebildet. Zudem existieren aus unserer Sicht keine börsennotierten Unternehmen für einen Peer-Group-Vergleich, die vergleichbar zu euromicron aufgestellt sind. Dies betrifft zunächst den Business Mix, aber auch die hochqualitative Ausrichtung des Komponentengeschäfts mit relativ hohen Margen sowie die Komplexität des von euromicron abgewickelten Netzwerkgeschäfts.

DCF-Modell										
in Mio. Euro	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Umsatz	150,4	161,8	174,0	186,3	198,5	210,5	222,2	233,4	245,1	257,5
Wachstum Umsatz	29,7%	7,6%	7,5%	7,0%	6,5%	6,0%	5,5%	5,0%	5,0%	5,0%
EBIT-Marge	9,1%	10,2%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
EBIT	13,7	16,5	17,5	18,6	19,8	21,0	22,2	23,3	24,5	25,8
- Ertragssteuern	-4,8	-5,8	-5,9	-6,1	-6,6	-6,9	-7,3	-7,7	-8,1	-8,5
+ Abschreibungen	2,6	2,7	3,0	3,2	3,4	3,6	3,8	4,0	4,2	4,4
+/- Veränderung langfristiger Rückstellungen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+/- Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Operativer Brutto Cash-Flow	11,5	13,5	14,5	15,6	16,7	17,7	18,7	19,6	20,6	21,6
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-2,8	-3,0	-3,1	-3,0	-3,0	-2,9	-2,8	-2,7	-2,8	-2,9
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-2,7	-2,8	-3,1	-3,3	-3,5	-3,7	-3,9	-4,1	-4,3	-4,4
Free Cash-Flow	6,0	7,6	8,4	9,3	10,2	11,1	12,0	12,8	13,5	14,3
Barwerte	5,6	6,5	6,5	6,6	6,6	6,5	6,4	6,3	6,1	5,9
Summe Barwerte	63,2									
Endwert	82,5									
										in % vom Gesamtwert: 57%
Wert des operativen Geschäfts	145,7									
+ Überschüssige liquide Mittel	8,2									
- Finanzverschuldung	-15,3									
- Minderheitsanteile (geschätzter Marktwert)	-2,4									
Marktwert Eigenkapital	136,2									
Anzahl der Aktien (Mio. Stück)	4,58									
Kurs (Euro)	29,73									
Quelle: Independent Research										

Modell-Parameter / Entity-DCF-Modell:

Zielkapitalstruktur zu Marktwerten:	Eigenkapital :	60%	Finanzschulden:	40%	
Risikofreie Rendite:	4,00%	Beta :	1,1	Risikoprämie FK	2,0%
		Risikoprämie:	8,0%	Tax Shield :	35,0%
		EK-Kosten:	12,8%	FK-Kosten:	3,9%
Wachstum ab 2016e:	2,0%	WACC:	9,2%	Datum:	23.04.07

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Ein Einbezug von zukünftigen Akquisitionen in die Bewertung

Wie bereits in unserem Research Flash vom 16.03.07 erläutert, hat sich die Einbeziehung von Umsatz- und Ergebnisbeiträgen aus erwarteten Akquisitionen in unsere Finanzprognosen und in unser Bewertungsmodell nicht als zielführend erwiesen. Im Zuge eines Analystenwechsels haben wir die Prognose- und Bewertungsmethodik daher geändert und beziehen zukünftige Akquisitionen nicht mehr in unsere Prognosen und in die Bewertung ein. Dafür berücksichtigen wir die entsprechenden Investitionen (erwartete Kaufpreise) auch nicht in unserem Discounted Cash Flow (DCF)-Modell. Zudem werden in der Gewinn- und Verlustrechnung keine Zinsaufwendungen für solches Fremdkapital angesetzt, welches zukünftig für die Finanzierung dieser Akquisitionen aufgenommen werden muss.

Wir ermitteln einen fairen Wert je Aktie von 29,73 Euro

Sämtliche Modellannahmen wurden an die aktuellen Entwicklungen und unsere neuen Prognosen angepasst. Zudem haben wir unseren fundamental ermittelten Beta-Faktor, den wir bislang relativ hoch mit 1,3 angesetzt haben, auf 1,1 gesenkt. Das historische Beta der Aktie liegt sogar weit unter 1, erscheint uns für die DCF-Bewertung wegen des geringen Bestimmtheitsmaßes jedoch weiterhin als nicht geeignet. Des Weiteren wird nun für den Endwert eine nominale Wachstumsrate der Free Cash Flows in Höhe der geschätzten langfristigen Inflationsrate in Höhe von 2% angenommen (gegenüber 0,5% in unserer Update-Studie vom 01.09.2006), was einem realen Nullwachstum entspricht. Die Abzinsung erfolgt mit einem ebenfalls nominalen gewichteten Kapitalkostensatz von unverändert 10%. Unter diesen Prämissen ergibt sich ein fairer Wert des Eigenkapitals von 122,0 Mio. Euro. Die von euromicron zurückgekauften eigenen Aktien, die wir gemäß dem Stand zum 13.04.2007 mit 79.096 Stück angesetzt haben, berücksichtigen wir nicht bei der Ermittlung des Werts je Aktie. Bei einer Aktienanzahl von somit 4,581 Mio. Stück ermitteln wir einen fairen Wert je Aktie von 29,73 (alt: 26,67) Euro.

DCF-Modell: Sensitivitätsanalyse (in Euro)					
		Diskontierungszinssatz			
		8,7%	9,2%	9,7%	10,2%
FCF-Wachstum für Endwert	1,0%	30,11	27,91	25,96	24,23
	1,5%	31,41	29,00	26,89	25,02
	2,0%	32,91	29,73	27,94	25,91
	2,5%	34,64	31,68	29,13	26,91

Quelle: Independent Research

Multiplikatoren auf Basis unserer Finanzprognosen									
	Euro	KGV		EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Umsatz	
		07e	08e	07e	08e	07e	08e	07e	08e
- auf Basis des aktuellen Kurses:	20,00	11,0	9,0	7,5	6,2	6,3	5,3	0,7	0,6
- auf Basis unseres Kursziels:	29,50	16,2	13,3	10,7	8,9	9,0	7,6	1,0	0,9

Quelle: Independent Research

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Fazit

Erfolgreiches Geschäftsjahr 2006

Insgesamt betrachten wir das Geschäftsjahr 2006 als erfolgreich. Zusätzlich zum kräftigen organischen Wachstum wurden neun Unternehmen mit einer insgesamt höheren Renditestärke und höherem annualisiertem EBIT als erwartet übernommen, wobei die preislichen Konditionen relativ günstig waren.

Hohes Margenpotenzial

Die Buy-and-Build-Strategie von euromicron erscheint uns äußerst vielversprechend. Wir schätzen das Potenzial der euromicron Gruppe für Margensteigerungen als sehr hoch ein. Bereits die vollzogene Übernahme relativ margenstarker Unternehmen in 2006 sollte zu einer Steigerung der EBIT-Marge in 2007e führen.

Weiterhin starkes externes Wachstum

Für 2007e und 2008e gehen wir von einer Fortsetzung der Buy-and-Build-Strategie aus. Neben dem von uns unterstellten organischen Wachstum erwarten wir vor allem für 2007e wiederum Akquisitionen in insgesamt ähnlicher Größenordnung wie in 2006. Wir gehen davon aus, dass euromicron wie in 2006 auf Basis fortlaufender Due Diligence-Aktivitäten bereits mit einer Anzahl von Übernahmekandidaten in konkreten Verhandlungen steht. Der Vorstand ließ auch verlauten, dass es in 2007 zu der angekündigten Expansion im deutschsprachigen Ausland kommen könnte. Da insbesondere die steuerlichen Bedingungen für die potenziellen Verkäufer von Unternehmen in der Schweiz weniger günstig sind, halten wir eine Akquisition in Österreich zunächst für wahrscheinlicher.

Bei einem Kursziel von 29,50 Euro votieren wir unverändert mit Kaufen

Da der ROI auf die erwarteten Akquisitionen nach unserer Einschätzung weiterhin erheblich über den Kapitalkosten der euromicron liegen wird, werden diese Zukäufe den Wert des Unternehmens voraussichtlich weiter steigern. Diese Wertsteigerungen werden sich zukünftig in unserem DCF-Modell, in dem wir Akquisitionen erst nach erfolgtem Abschluss berücksichtigen werden, und in unserem Kursziel widerspiegeln. Anhand eines DCF-Modells ermitteln wir einen fairen Wert je Aktie von 29,73 (alt: 26,67) Euro. Unser Kursziel erhöhen wir auf 29,50 (alt: 26,60) Euro. Unser Votum lautet weiterhin Kaufen.

euromicron AG					
Gewinn- und Verlustrechnung (Konzern)					
Einheit: Mio. Euro	2004	2005	2006	2007e	2008e
Geschäftsjahresende: 31.12.					
Rechnungslegungsstandard: IFRS					
Umsatzerlöse	110,02	114,11	115,94	150,40	161,83
Veränderung ggü. Vorjahr	-	3,7%	1,6%	29,7%	7,6%
Bestandsveränderungen	-3,38	-3,41	-3,10	0,00	0,00
in % Umsatzerlöse	3,1%	3,0%	2,7%	0,0%	0,0%
Aktiviert Eigenleistungen	0,00	0,00	0,89	0,00	0,00
in % Umsatzerlöse	0,0%	0,0%	-0,8%	0,0%	0,0%
Sonstige betriebliche Erträge	3,68	5,41	1,17	1,00	1,20
in % Umsatzerlöse	3,3%	4,7%	1,0%	0,7%	0,7%
Gesamtleistung	110,32	116,11	114,90	151,40	163,03
in % Umsatzerlöse	-	5%	-1%	32%	8%
Materialaufwand	-49,94	-54,44	-58,23	-76,32	-81,97
in % Umsatzerlöse	45,4%	47,7%	50,2%	50,7%	50,7%
Personalaufwand	-33,93	-35,93	-32,13	-41,58	-44,42
in % Umsatzerlöse	30,8%	31,5%	27,7%	27,6%	27,5%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-14,16	-15,30	-14,94	-17,15	-17,40
in % Umsatzerlöse	12,9%	13,4%	12,9%	11,4%	10,8%
EBITDA	12,29	10,43	9,60	16,35	19,24
in % Umsatzerlöse	11,2%	9,1%	8,3%	10,9%	11,9%
Abschreibungen	-2,15	-2,13	-1,91	-2,62	-2,73
in % Gesamtleistung	2,0%	1,9%	1,6%	1,7%	1,7%
EBIT	10,14	8,30	7,70	13,73	16,51
in % Umsatzerlöse	9,2%	7,3%	6,6%	9,1%	10,2%
Finanzergebnis	-0,74	-0,64	-0,52	-0,48	-0,39
in % Umsatzerlöse	0,7%	0,6%	0,4%	0,3%	0,2%
EBT	9,41	7,66	7,18	13,25	16,12
in % Umsatzerlöse	8,5%	6,7%	6,2%	8,8%	10,0%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-4,63	-1,84	-2,57	-4,64	-5,64
in % EBT	49,2%	24,1%	35,7%	35,0%	35,0%
Nettogewinn vor Minderheitsanteilen	4,78	5,82	4,62	8,61	10,48
in % Umsatzerlöse	4,3%	5,1%	4,0%	5,7%	6,5%
Minderheitsanteile (Anteile anderer Gesellschafter)	-0,25	-0,17	-0,25	-0,25	-0,28
Nettogewinn nach Minderheitsanteilen	4,53	5,65	4,37	8,36	10,20
Anzahl der Aktien (in Mio. St.)	4,660	4,660	4,621	4,581	4,581
Ergebnis je Aktie (Euro)	0,97	1,21	0,95	1,83	2,23
Dividende je Aktie (Euro)	0,60	0,60	0,70	0,70	0,80

Quelle: Independent Research, euromicron

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Disclaimer

Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten -:

Kaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
Akkumulieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn zwischen 0% und 15% aufweisen.
Reduzieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust zwischen 0% und 15% aufweisen.
Verkaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust von mindestens 15% aufweisen.

Haftungserklärung

Dieses Dokument ist von der Independent Research GmbH unabhängig von den genannten Emittenten erstellt worden. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und Prognosen sind allein diejenigen der Independent Research GmbH. Die Informationen und Meinungen sind datumsbezogen und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Die Independent Research GmbH hat den Inhalt dieses Dokumentes erstellt auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, diese aber nicht unabhängig geprüft. Daher wird die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen weder ausdrücklich gewährleistet noch eine solche Gewährleistung hierdurch impliziert. Der Empfänger dieses Dokumentes sollte sich auf diese Informationen oder Meinungen nicht verlassen. Die Independent Research GmbH übernimmt keine Verantwortung oder Haftung für einen Schaden, der sich aus einer Verwendung dieses Dokumentes oder der darin enthaltenen Angaben oder der sich anderweitig im Zusammenhang damit ergibt. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß genehmigten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieses Dokumentes.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Wertpapiers dar, noch bildet dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art.

Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt. Dieses Dokument unterliegt dem Urheberrecht der Independent Research GmbH; es darf weder als Ganzes noch teilweise reproduziert werden oder an eine andere Person weiterverteilt werden. Zitierungen aus diesem Dokument sind mit einer Quellenangabe zu versehen. Jede darüber hinaus gehende Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Independent Research GmbH.

Dieses Dokument 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, und darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder dieses Dokument noch eine Kopie hiervon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, nach Kanada oder nach Japan oder in ihre jeweiligen Territorien oder Besitzungen geschickt, gebracht oder verteilt werden noch darf es an eine US-Person im Sinne der Bestimmungen des US Securities Act 1933 oder an Personen mit Wohnsitz in Kanada oder Japan verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokumentes in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen.

Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen und/oder Mitglieder ihrer Geschäftsleitung, ihrer leitenden Angestellten und/oder ihrer Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in diesem Dokument erwähnten Finanzinstrumenten oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Finanzinstrumente oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern. Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen können als Berater für die Finanzinstrumente oder damit zusammenhängender Investments fungieren, Dienstleistungen für oder in Bezug auf diese Emittenten erbringen oder solche Dienstleistungen anbieten und können auch im Vorstand, sonstigen Organen oder Ausschüssen dieser Emittenten vertreten sein. Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung

Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsen-Zeitung, Handelsblatt, FAZ, FTD, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

Aktienanalysen:

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinsten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/UMsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

Technische Analysen:

Zur technischen Analyse werden historische Kurs- und Umsatzentwicklungen mit Hilfe mathematisch-statistischer Verfahren (Charttechnik, Indikatorteknik, Elliott-Wellen-Theorie, Sentiment-Betrachtungen sowie Relative Stärke-Ansätze) analysiert und Prognosen über künftige Entwicklungen erstellt.

Sensitivität der Bewertungsparameter:

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen, können sich ebenfalls auf Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:

Aktienanalysen:

Die Independent Research GmbH führt eine Liste der Emittenten, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen ("Coverliste Aktienanalysen") veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten ist die Zugehörigkeit zu einem Index (DAX® und EuroStoxx 50SM). Zusätzlich werden ausgewählte Emittenten aus dem Mid- und Small-Cap-Segment sowie des US-Marktes berücksichtigt. Hierbei liegt es allein im Ermessen der Independent Research GmbH, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf der Coverliste vorzunehmen. Für die auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten wird fortlaufend über aktuelle unternehmensspezifische Ereignisse berichtet. Ferner werden täglich zu einzelnen auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten unternehmensspezifische Ereignisse wie z.B. Ad-hoc-Meldungen oder wichtige Nachrichten bewertet. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH. Darüber hinaus werden für auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten Fundamentalanalysen erstellt. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH.

Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.

Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten:

Mitarbeiter/-innen der Independent Research GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den hausinternen Compliance-Regelungen, die sie als Mitarbeiter/-innen eines Vertraulichkeitsbereiches einstufen. Die hausinternen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften zur Konkretisierung der Organisationspflichten gemäß § 34b Abs.5, Abs.8 S.1 WpHG (<http://www.bafin.de>).

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾ **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 23.04.2007

Weder die Independent Research GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- 1) hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals.
- 2) war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt.
- 3) halten an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals
- 4) hat die analysierten Wertpapiere aufgrund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut. Ausnahme hiervon ist das Unternehmen euromicron AG; zwischen diesem Unternehmen und Independent Research bestehen vertragliche Beziehungen für die Erstellung von Research-Berichten.

DURCH ANNAHME DIESES DOKUMENTS AKZEPTIERT DER EMPFÄNGER DIE VERBINDLICHKEIT DER VORSTEHENDEN BESCHRÄNKUNGEN.

Stand: 23.04.2007

**Independent Research GmbH
Senckenberganlage 10-12
60325 Frankfurt**

Zuständige Aufsichtsbehörde:
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn
und
Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt

 Independent Research

Senckenberganlage 10-12
60325 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (69) 971490-0
Telefax: +49 (69) 971490-90
E-Mail: info@irffm.de