

12. Februar 2008

COMPANY ANALYSIS

Coverage: Seit Q1/2007

euromicron
Aktiengesellschaft

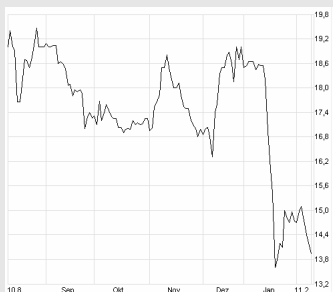
Sektor: Technologie

LWL- und Netzwerktechnologie

EREIGNIS: Aktuelle Einschätzung - Ausblick

Empfehlung: Kaufen **Fair Value (alt):** € 28.00
Fair Value (neu): € 25.00 **Letzter Preis:** € 13.95

Kursverlauf



Aktuelle Bewertung nahe am Substanzwert

- Steigerung des Unternehmenswertes durch organisatorische Prozessoptimierungen (Verschmelzung)
- Hohe Marktattraktivität durch ein steigendes Absatz- und Ertragswachstum
- Zukunftserfolge werden aktuell bei der Bewertung nur unzureichend vom Markt gewürdigt

SWOT

- + innovativer Lösungsanbieter
- + breites Kundenspektrum
- + erstklassige Marktposition
- + hohe Wachstumsraten
- + Marktdurchdringung in D.
- + VOIP/Sprache/Daten
- + Akquisitionsstrategie
- - Pos. Geschäfts- und Firmenwert

ANALYST

Dr. Norbert Kalliwoda; CEFA
 DVFA-Analyst Dipl.-Kfm.
 +49 (69) 97205853
 nk@kalliwoda.com
 www.kalliwoda.com

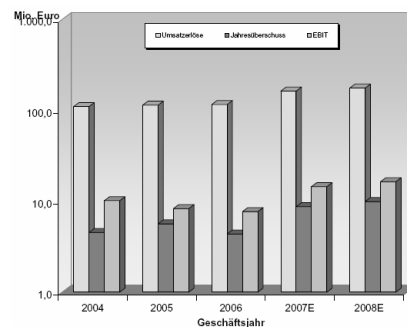
See also
 Kalliwoda Recommendations
 on Terminal: Bloomberg
 Reuters
 Thomson Financials
 JCF Factset

Copyright © 2007 DR. KALLIWODA | RESEARCH

COMPANY DESCRIPTION

Die euromicron AG ist ein führender Lösungsanbieter der Netzwerk- und Lichtwellenleiter-Technologie. Die Gesellschaft hat ihren Sitz in Frankfurt am Main und wurde 1994 gegründet, daneben unterhält sie Niederlassungen in Frankreich, Polen, Singapur und Dubai. Die euromicron AG beschäftigt derzeit 832 Mitarbeiter.

HISTORY & ESTIMATES



Euromicron AG					
Figures in EUR	2004	2005	2006	2007E	2008E
EPS (Dr. Kalliwoda)	0,97	1,21	0,94	1,38	2,42
Revenues (mln)	110,0	114,1	115,9	135,0	192,5
Net income (adj.)	4,5	5,6	4,4	6,4	11,3
EBIT (mln)	10,1	8,3	6,8	12,4	18,8
Working capital (mln)	28,1	30,5	13,6	9,2	17,9
Equity ratio (in %)	60,1	65,6	65,4	49,6	49,8
Price (curr)	13,95				
52W high	22,6				
52W low	13				
Market Cap (mln)	65,0				
Last Dividend	0,70				
Accounting Stand.	IFRS				
Web Page	www.euromicron.de				
Shares out (mln)					4,66
6M Avrg Vol (TEUR)					313,7
Free Float (in %)					46,76 %
Weight in Tec All Share					0,210 %
Kürzel					EUC
Reuters code					EUCG.DE
WKN					566000

Source: DR. KALLIWODA | RESEARCH © 2008



Inhaltsübersicht

1	Geschäftsentwicklung	3
2	Finanzplanung	5
2.1	Bilanz	5
2.2	Bilanzstruktur	6
2.3	Gewinn- und Verlustrechnung	7
2.4	Kapitalflussrechnung	8
3	Unternehmensbewertung	9
3.1	Discounted Cashflow Methode	9
3.2	Gewichteter Kapitalkostensatz (WACC)	10
3.3	Fair Value – Sensitivitäten	10
4	Kontakt	12
5	DISCLAIMER	13



Neunmonatszahlen lagen
über unsere Prognosen

Deutliches Wachstum bei
Umsatz und Ertrag

Hoher Auftragsbestand und
gesunde Branchen-
konjunktur stimmt uns
weiter zuversichtlich

	Q3-2007	Q3-Schätzung Dr. KALLIWODA	Abw.
Umsatz (Mio.)	40.375	34.738	5.637
EBIT (Mio.)	2.604	1.496	1.108
Konzernergebnis	1.042	2.650	-1.608
Ergebnis je Aktie	0,22	0,56	-0,34
Schätzungen			
		Q4	2007
Umsatz (Mio.)		74361	135000
EBIT (Mio.)		8806	12335
Konzernergebnis (Mio.)		4849	6408
Ergebnis je Aktie		1,04	1,38

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2008

1 Geschäftsentwicklung

Die zum dritten Quartal veröffentlichten Umsatz- und Ertragszahlen sind besser ausgefallen als erwartet. Zum dritten Quartal der abgelaufenen Berichtsperiode 20007 hatte sich der positive Trend damit noch einmal deutlich verstärkt. Durch die Akquisitionen stiegen die Umsätze des Unternehmens gegenüber dem Vorjahr um 32 Prozent auf 100,6 Mio. Euro (Vj. 76 Mio. Euro). Noch erfreulicher entwickelten sich die Ertragskennzahlen. Der Gewinn konnte deutlich überproportional um 40 Prozent auf 2,79 Mio. Euro (Vj. 1,99 Mio. Euro) zulegen. Wir rechnen für das Geschäftsjahr mit Umsatzerlöse in Höhe von 135 Mio. Euro. Dies entspricht einer Steigerung von 16,5 % gegenüber dem Vorjahr.

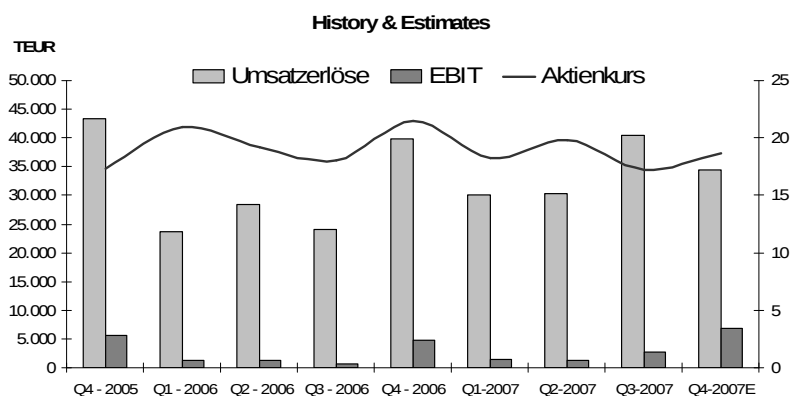
Ein im Vorjahr höherer Auftragsbestand sowie die positive Branchenstimmung lässt daneben ein gutes Geschäftsjahr 2008 erwarten. 78 % der von dem Branchenverband BITKOM befragten Unternehmen gehen davon aus, dass sie im Geschäftsjahr 2008 bei Umsatz und Ertrag zulegen können. Daneben wird die Wachstumsprognose für Deutschland für 2008 von den führenden Wirtschaftsinstituten für Konjunkturforschung optimistisch gesehen. Da die Gesellschaft nicht von Währungsschwankungen und dem nachlassenden US-Exportgeschäft betroffen ist und bei der Nachfrage nach IT-Services mit einem Wachstum von 1,6 % gerechnet wird, ist damit zu rechnen, dass sich der Aktienkurs weiter erholen wird. Die durch die Kreditkrise ausgelöste negative Grundstimmung auf den Aktienmärkten wird sich unserer Ansicht nach wieder aufhellen, da sowohl Ertrags-, Finanz- und Vermögenskennzahlen bei den deutschen Standardwerten nahezu durchweg günstig erscheinen.

Zusätzliche Wachstumspotenziale ergeben sich einerseits aus dem hohen Marktwachstum, andererseits aus zusätzlichen Potenzialen durch die Substitution alter Technologien sowie die zusätzlichen Bereiche im Industrial Ethernet Bereich, die von der LAN-Technik GmbH bedient werden. Man kann folglich konstatieren, dass die Euromicron AG in den vergangenen Jahren einen erfolgreichen Track Record bei den Beteiligungen aufweisen kann und somit kontinuierlich hohe Erträge erwirtschaftet werden konnten.



Unser Kursziel reduziert sich leicht auf 25,00 aufgrund des gestiegenen Fremdkapitalanteils

Angesichts der höheren Volatilitäten auf dem deutschen Aktienmarkt und dem gestiegenen Fremdkapitalanteil haben wir unser Kursziel von 28 Euro auf 25,00 Euro leicht herabgesetzt. Wir belassen unsere Einstufung und raten die Aktie der Euromicron AG zu kaufen.



Quartalsergebnisse + Schätzungen

Angaben in TEURO	Q4 - 2005	Q1 - 2006	Q2 - 2006	Q3 - 2006	Q4 - 2006	Q1-2007	Q2-2007	Q3-2007	Q4-2007E
Umsatzerlöse	43.359	23.600	28.393	24.040	39.904	30.060	30.204	40.375	34.361
Bestandsveränderungen / Umsatzk. aktivierte Eigenleistungen		1.678	-4.726	3.509	-3.562	483	2.675	-6.305	-1.848
Sonstige betriebliche Erträge		211	133	281	547	316	347	543	1.544
Materialaufwand / Forschung & Entwicklung		-13.231	-11.383	-14.563	-19.048	-15.811	-16.244	-16.175	-15.220
Personalaufwand / Vertriebskosten		-7.419	-7.641	-8.844	-8.226	-9.029	-10.814	-9.873	-12.784
Abschreibungen / Verwaltungsk.		-484	-277	-369	-776	-655	-653	-800	-592
Sonstige betriebliche Aufwendungen		-3.197	-3.261	-3.468	-5.016	-3.825	-4.214	-5.161	1.450
EBIT	5.658	1.158	1.238	586	4.715	1.539	1.301	2.604	6.891
Finanzergebnis	29	-68	81	-130	-398	-132	-318	-702	-698
Ergebnis assoziierte Unternehmen									
Ergebnis vor Steuern (u. Minderheit.)	5.687	1.090	1.319	456	4.317	1.407	983	1.902	6.213
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-2.473	-275	-585	-19	-1.686	-312	-260	-781	-2.324
Ergebnis vor Minderheitenanteilen	3.214	815	734	437	2.631	1.095	723	1.121	-9.767
Minderheitenanteile	-38	0	0	5	-254	-107	38	-79	-272
Periodenüberschuss	3.176	815	734	442	2.377	988	761	1.042	3.617

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2008



2 Finanzplanung

2.1 Bilanz

Bilanz

Angaben in TEUR	2002	2003	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E
Aktiva								
Immaterielle Vermögensgegenstände	31.407	31.994	41.142	37.841	54.076	69.000	72.450	76.073
Sachanlagen	15.913	10.024	5.639	3.331	5.386	7.600	7.980	8.379
Finanzanlagen	397	209	497	243	166	440	440	500
Übrige Forderungen und sonstige Vermögensg	644	883	1.469	0	50	0	0	0
Latente Steuern	884	1.153	605	2.324	1.863	2.500	2.625	2.756
Summe langfristige Vermögenswerte	49.245	44.263	49.352	43.739	61.541	79.540	83.495	87.708
Vorräte	23.096	19.997	22.678	15.837	12.363	17.200	16.856	16.519
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	23.076	21.016	19.100	17.031	25.257	28.500	26.500	25.000
Forderungen gegenüber verb. Unternehmen	143	167	1.351	0	1	180	200	250
Übrige Forderungen und sonstige Vermögens	6.458	5.022	3.994	3.711	2.353	4.700	3.650	3.750
Wertpapiere und Zahlungsmittel	28.724	33.598	11.377	20.466	8.242	10.279	13.841	9.458
Summe kurzfristige Vermögenswerte	81.497	79.800	58.500	57.045	48.216	60.859	62.279	54.977
Summe Aktiva	130.742	124.063	107.852	100.784	109.757	140.399	144.541	142.685
Passiva								
Gezeichnetes Kapital	11.914	11.914	11.914	11.914	11.914	11.914	11.914	11.914
Kapitalrücklage	61.781	61.781	61.781	61.781	61.781	61.781	61.781	61.781
Konzernrücklagen und Ergebnisvorträge	-34.630	-22.977	-13.234	-13.101	-10.250	-10.250	-10.250	-10.250
Kumuliertes sonstiges Gesamtergebnis	11.893	11.821	4.008	5.647	4.368	5.961	8.353	14.886
Minderheitenanteile	275	333	374	234	440	193	193	193
Rückstellungen	3.062	2.990	2.052	670	710	800	1.350	1.450
Verbindlichkeiten	34.332	17.625	10.559	5.276	540	25.000	22.500	20.250
Latente Steuern				1.834	3.095	2.000	2.200	2.400
Rückstellungen	8.997	6.721	7.967	2.618	1.458	5.000	5.100	5.500
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistur	7.027	5.778	4.961	8.044	10.498	6.000	6.200	6.400
Sonstige Verbindlichkeiten	25.353	27.566	16.961	15.867	26.123	32.000	35.200	28.160
Summe Passiva	130.742	124.063	107.852	100.784	109.757	140.399	144.541	142.685

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2008



2.2 Bilanzstruktur

Bilanz

	2002	2003	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E
Bilanz (in % der Bilanzsumme)								
Immaterielle Vermögensgegenstände	24,0 %	25,8 %	38,1 %	37,5 %	49,3 %	43,4 %	38,5 %	34,4 %
Sachanlagen	12,2 %	8,1 %	5,2 %	3,3 %	4,9 %	4,1 %	4,2 %	4,3 %
Finanzanlagen	0,3 %	0,2 %	0,5 %	0,2 %	0,2 %	5,9 %	6,6 %	7,0 %
Übrige Forderungen undsonstige Vermögensg	0,5 %	0,7 %	1,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Latente Steuern	0,7 %	0,9 %	0,6 %	2,3 %	1,7 %	1,8 %	1,8 %	1,6 %
Summe langfristige Vermögenswerte	37,7 %	35,7 %	45,8 %	43,4 %	56,1 %	55,2 %	51,1 %	47,3 %
Vorräte	17,7 %	16,1 %	21,0 %	15,7 %	11,3 %	14,8 %	16,8 %	14,8 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	17,7 %	16,9 %	17,7 %	16,9 %	23,0 %	19,3 %	16,9 %	16,4 %
Forderungen gegenüber verb. Unternehmen	0,1 %	0,1 %	1,3 %	0,0 %	0,0 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Übrige Forderungen und sonstige Vermögens	4,9 %	4,0 %	3,7 %	3,7 %	2,1 %	3,6 %	3,2 %	3,1 %
Wertpapiere und Zahlungsmittel	22,0 %	27,1 %	10,5 %	20,3 %	7,5 %	7,0 %	11,8 %	18,2 %
Summe kurzfristige Vermögenswerte	62,3 %	64,3 %	54,2 %	56,6 %	43,9 %	44,8 %	48,9 %	52,7 %
Summe Aktiva	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Gezeichnetes Kapital	9,1 %	9,6 %	11,0 %	11,8 %	10,9 %	11,0 %	10,5 %	9,8 %
Kapitalrücklage	47,3 %	49,8 %	57,3 %	61,3 %	56,3 %	57,1 %	54,6 %	50,7 %
Konzernrücklagen und Ergebnisvorräte	-26,5 %	-18,5 %	-12,3 %	-13,0 %	-9,3 %	-9,5 %	-9,1 %	-8,4 %
Kumuliertes sonstiges Gesamtergebnis	9,1 %	9,5 %	3,7 %	5,6 %	4,0 %	6,8 %	8,0 %	10,4 %
Minderheitenanteile	0,2 %	0,3 %	0,3 %	0,2 %	0,4 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Rückstellungen	2,3 %	2,4 %	1,9 %	0,7 %	0,6 %	1,1 %	1,2 %	1,2 %
Verbindlichkeiten	26,3 %	14,2 %	9,8 %	5,2 %	0,5 %	17,6 %	15,3 %	14,0 %
Latente Steuern				1,8 %	2,8 %	1,5 %	1,6 %	1,6 %
Rückstellungen	6,9 %	5,4 %	7,4 %	2,6 %	1,3 %	4,6 %	4,5 %	4,5 %
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistur	5,4 %	4,7 %	4,6 %	8,0 %	9,6 %	5,5 %	5,5 %	5,2 %
Sonstige Verbindlichkeiten	19,4 %	22,2 %	15,7 %	15,7 %	23,8 %	20,3 %	20,3 %	21,2 %
Summe Passiva	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2008



2.3 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung

Angaben in TEUR	2002	2003	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E
Umsatzerlöse	147.225	134.543	110.024	114.105	115.937	135.000	192.500	211.750
Bestandsveränderungen / Umsatzk.	-104.574	-95.667	-3.377	-3.405	-3.101	-4.995	-11.550	-11.646
Sonstige betriebliche Erträge	6.732	7.908	3.677	5.405	1.172	2.750	2.310	2.541
Materialaufwand / Forschung & Entwicklung.	-2.916	-2.791	-49.941	-54.443	-58.225	-63.450	-90.475	-99.523
Personalaufwand / Vertriebskosten	-17.863	-17.251	-33.933	-35.925	-32.130	-42.500	-45.390	-46.298
Abschreibungen / Verwaltungsk.	-11.551	-11.174	-2.150	-2.133	-1.906	-2.700	-5.775	-6.353
Sonstige betriebliche Aufwendungen			-14.158	-15.304	-14.942	-11.750	-22.838	-23.979
Betriebsergebnis	17.053	15.568	10.142	8.300	7.697	12.355	18.783	26.493
Finanzergebnis	-3.170	-2.059	-736	-637	-515	-1.850	-2.000	-2.000
Ergebnis vor Steuern (u. Minderheit.)	13.883	13.509	9.406	7.663	7.182	10.505	16.783	24.493
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-1.991	-1.319	-4.626	-1.843	-2.565	-3.677	-5.035	-7.348
Ergebnis vor Minderheitenanteilen	11.892	12.190	4.780	5.820	4.617	6.828	11.748	17.145
Minderheitenanteile	-239	-117	-251	-173	-249	-420	-462	-508
Periodenüberschuss	11.653	12.073	4.529	5.647	4.368	6.408	11.286	16.637

Gewinn- und Verlustrechnung (YoY)

Umsatzerlöse	-8,6 %	-18,2 %	3,7 %	1,6 %	16,4 %	42,6 %	10,0 %
Bestandsveränderungen / Umsatzk.	-8,5 %	-96,5 %	0,8 %	-8,9 %	61,1 %	131,2 %	0,8 %
Sonstige betriebliche Erträge	17,5 %	-53,5 %	47,0 %	-78,3 %	134,6 %	-16,0 %	10,0 %
Materialaufwand / Forschung & Entwicklung.	-4,3 %	1689,4 %	9,0 %	6,9 %	9,0 %	42,6 %	10,0 %
Personalaufwand / Vertriebskosten	-3,4 %	96,7 %	5,9 %	-10,6 %	32,3 %	6,8 %	2,0 %
Abschreibungen / Verwaltungsk.	-3,3 %	-80,8 %	-0,8 %	-10,6 %	41,7 %	113,9 %	10,0 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	n.a.	n.a.	8,1 %	-2,4 %	-21,4 %	94,4 %	5,0 %
Betriebsergebnis	-8,7 %	-34,9 %	-18,2 %	-7,3 %	60,5 %	52,0 %	41,0 %
Finanzergebnis	-35,0 %	-64,3 %	-13,5 %	-19,2 %	259,2 %	8,1 %	0,0 %
Ergebnis vor Steuern (u. Minderheit.)	-2,7 %	-30,4 %	-18,5 %	-6,3 %	46,3 %	59,8 %	45,9 %
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-33,8 %	250,7 %	-60,2 %	39,2 %	43,3 %	36,9 %	45,9 %
Ergebnis vor Minderheitenanteilen	2,5 %	-60,8 %	21,8 %	-20,7 %	47,9 %	72,0 %	45,9 %
Minderheitenanteile	-51,0 %	114,5 %	-31,1 %	43,9 %	68,7 %	10,0 %	10,0 %
Periodenüberschuss	3,6 %	-62,5 %	24,7 %	-22,6 %	46,7 %	76,1 %	47,4 %

Gewinn- und Verlustrechnung (in % vom Umsatz)

Umsatzerlöse	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Bestandsveränderungen / Umsatzk.	-71,0 %	-71,1 %	-3,1 %	-3,0 %	-3,0 %	-3,7 %	-5,5 %
Sonstige betriebliche Erträge	4,6 %	5,9 %	3,3 %	4,7 %	1,0 %	2,0 %	1,2 %
Materialaufwand / Forschung & Entwicklung.	-2,0 %	-2,1 %	-45,4 %	-47,7 %	-46,0 %	-47,0 %	-47,0 %
Personalaufwand / Vertriebskosten	-12,1 %	-12,8 %	-30,8 %	-31,5 %	-27,7 %	-31,5 %	-23,6 %
Abschreibungen / Verwaltungsk.	-7,8 %	-8,3 %	-2,0 %	-1,9 %	-2,0 %	-2,0 %	-3,0 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen			-12,9 %	-13,4 %	-12,9 %	-8,7 %	-11,9 %
EBIT	11,6 %	11,6 %	9,2 %	7,3 %	5,9 %	9,2 %	12,5 %
Finanzergebnis	-2,2 %	-1,5 %	-0,7 %	-0,6 %	-0,4 %	-1,4 %	-0,9 %
Ergebnis vor Steuern (u. Minderheit.)	9,4 %	10,0 %	8,5 %	6,7 %	5,4 %	7,8 %	8,7 %
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-1,4 %	-1,0 %	-4,2 %	-1,6 %	-2,2 %	-2,7 %	-2,6 %
Ergebnis vor Minderheitenanteilen	8,1 %	9,1 %	4,3 %	5,1 %	3,2 %	5,1 %	6,1 %
Minderheitenanteile	-0,2 %	-0,1 %	-0,2 %	-0,2 %	-0,2 %	-0,3 %	-0,2 %
Periodenüberschuss	7,9 %	9,0 %	4,1 %	4,9 %	3,0 %	4,7 %	7,9 %

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2008



2.4 Kapitalflussrechnung

Kapitalflussrechnung

Angaben in TEUR	2005	2006	2007E	2008E	2009E
1. Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit					
Konzernergebnis	5.647	4.368	6.408	11.285	16.636
Abschreibungen	2.133	1.906	2.700	5.775	6.353
Ergebnis aus Anlagenabgängen	-2.860	-93	-4.201	-3.122	-1.200
Veränderung Rückstellungen	-702	-3.497	76	650	500
Brutto Cashflow	4.218	2.684	4.983	14.588	22.289
Veränderung der Vorräte	-2.208	6.559	4.837	-344	-1.000
Veränderung der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	58	-5.452	3.243	-2.000	-1.500
Veränderung der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	2.560	563	-4.498	200	200
Sonstige betriebliche Aktiva und Passiva	5.103	-2.365	-5.263	-9.260	-4.520
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	9.731	1.989	3.302	3.184	15.469
2. Cashflow aus der Investitionstätigkeit					
Auszahlungen für Investitionen ins Anlagevermögen	-1.388	-2.377	-18.500	-7.500	-7.398
Einzahlungen aus Abgängen von immateriellen Vermögenswerten					
Einzahlungen aus Abgängen von Sachanlagen	0	93	500	500	500
Einzahlungen aus Abgängen von Finanzanlagen	8.935	800	6.500	3.500	500
Auszahlungen aus Erwerb von Finanzanlagen	0	-16.609	-8.500	-12.500	-14.500
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	7.547	-18.093	-20.000	-16.000	-20.898
3. Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit					
Gezahlte Dividende	-2.796	-2.796	-3.200	2.800	2.800
Veränderung Anteile Dritter	-140	192	0	0	0
Eigene Anteile	0	-828	0	0	0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-5.253	7.404	21.935	7.566	1.597
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	-8.189	3.972	18.735	10.366	4.397
4. Finanzmittelfonds am Ende der Periode					
Veränderungen aus 1, 2 und 3	9.089	-12.132	2.037	-2.450	-1.032
Cashflows zu Beginn der Periode	11.377	20.466	8.242	16.291	10.490
Cashflows am Ende der Periode	20.466	8.242	10.279	13.841	9.458

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2008

Entity Approach

Bewertungstichtag
28.01.2008

3-Phasen-Modell

3 Unternehmensbewertung

3.1 Discounted Cashflow Methode

Für die Ermittlung des Fair Values wurde ein dreistufiges Discounted Cashflow Modell sowie die Marktdaten der Peer Group-Unternehmen herangezogen. Als Datenbasis für die Bewertungen wurden die Konzernabschlüsse verwendet. Dem unterjährigen Bewertungstichtag wurde durch die Abzinsung der operativen Free Cashflows auf den Bewertungstichtag Rechnung getragen. Als Bewertungstichtag wurde der 01.08.2007 gewählt. Soweit nicht betriebsnotwendiges Vermögen vorhanden war, wurde dessen Wert gesondert ermittelt und dem Barwert der Ausschüttungen zugerechnet.

Daran anknüpfend folgt die Residualwertphase, bei der wir mit einer Wachstumsrate von 3 Prozent p.a. kalkulieren.

Discounted-Cashflow-Modell

Angaben in TEUR	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	Terminal Value
Umsatzerlöse	135.000	192.500	211.750	222.338	233.454	245.127	257.383	270.253	283.765	
YoY	7,2 %	42,6 %	10,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	
Betriebsergebnis (EBIT)	12.355	18.782	26.492	25.962	25.443	24.934	24.435	23.947	23.468	
EBIT-Marge	9,2 %	9,8 %	12,5 %	11,7 %	10,9 %	10,2 %	9,5 %	8,9 %	8,3 %	
Steuern (adaptiert)	-3.677	-5.035	-7.348	-7.789	-7.633	-7.480	-7.331	-7.184	-7.040	
Steuerquote	29,8 %	26,8 %	27,7 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	
NOPLAT	8.678	13.747	19.144	18.174	17.810	17.454	17.105	16.763	16.427	
Abschreibungen	-2700,0	-5775,0	-6352,5	-5863,2	-5921,9	-5981,1	-6040,9	-6101,3	-6162,3	
Rückstellungen	6200,0	6450,0	6950,0	7089,0	7230,8	7375,4	7522,9	7673,4	7826,8	
Veränderungen Rückstellungen	76	250	500	139	142	145	148	150	153	
Brutto-Cashflow	6.054	8.222	13.292	24.176	23.874	23.580	23.293	23.014	22.743	
CAPEX	-20000,0	-7500,0	10000,0	-5000,0	5921,9	-8000,0	6040,9	-12000,0	-10000,0	
Veränderungen im Working Capital	-2080	-862	4579	599	610	623	635	648	661	
Free Cashflows	-16.026	-140	27.871	19.774	30.406	16.202	29.969	11.662	13.404	
WACC	9,44 %	9,44 %	9,44 %	9,44 %	9,44 %	9,44 %	9,44 %	9,44 %	9,44 %	9,44 %
Diskontierter free Cashflow	-15.926	-116	21.266	13.787	19.372	9.433	15.943	5.669	5.954	88.856
Enterprise Value	164.239,2									
Fremdkapital	-56.350									
Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	6.200									
Anteile Dritter	2253									
Equity Value	116.342,2									
Anzahl ausstehender Aktien	4660									
Fair Value je Aktie (in Euro)	24,97									



3.2 Gewichteter Kapitalkostensatz (WACC)

Der Diskontierungssatz wurde mit Hilfe der gewichteten Kapitalkosten ermittelt. Wir gehen davon aus, dass die Zielkapitalstruktur sich in den kommenden Geschäftsjahren verbessern wird.

Anpassungen des Fremdkapitals an den gegenwärtigen Marktzins wurden nicht getätigt. Die risikofreie Rendite basiert auf der Durchschnittsrendite 30jähriger Bundesanleihen (Quelle: Börse Stuttgart).

DCF-Parameter	
Risk-free rate	3,93
Risk premium	8,00
Beta	1,35
Longterm growth rate	3
Cost of equity	14,49
Cost of debt	4,77
WACC	9,44

Die Ermittlung der Risikoprämie folgt dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) und deckt insbesondere die systematische Risiken (Marktrisikoprämie bzw. unternehmensspezifisches Risiko) ab. Die Marktrisikoprämie in unserem Modell basiert auf anerkannten Studien. Die aus dem universitären Bereich ermittelten Marktrisikoprämien schwanken je nach Markt, Betrachtungsperioden und Methodik in aller Regel zwischen 6 und 8 Prozent. Der von uns verwendete Betawert zur Ermittlung des unternehmensspezifischen Risikos, orientiert sich an der Wertentwicklung eines Referenzindexes.

3.3 Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 25,00. Er ist damit um 79 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 13,95). Die Modifikation der Aktionsparameter im Terminal Value sind der nachstehenden Sensitivitätsanalyse zu entnehmen. Diese zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes unter verschiedenen Szenarien. Die aufgezeigte Bewertungsbreite schwankt zwischen 22,50 Euro und 28,02 Euro.



Sensitivität: Aktie									
Wachstum \ %	WACC in %								
	8,24	8,54	8,84	9,14	9,44	9,74	10,04	10,34	10,64
2,00%	26,14	25,64	25,16	24,68	24,22	23,78	23,34	22,91	22,50
2,50%	26,57	26,05	25,55	25,06	24,59	24,12	23,68	23,24	22,81
3,00%	27,02	26,48	25,96	25,46	24,97	24,50	23,94	23,58	23,13
3,50%	27,50	26,95	26,41	25,09	25,38	24,89	24,41	23,95	23,49
4,00%	28,02	27,44	26,89	26,45	25,82	25,31	24,82	24,31	23,88
Quelle: Dr. KALLIWODA RESEARCH © Copyright 2008									

Sensitivität: Marktkapitalisierung									
% Wachstum	WACC in %								
	8,24	8,54	8,84	9,14	9,44	9,74	10,04	10,34	10,64
2,00%	121,81	119,48	117,25	115,01	112,87	110,81	108,76	106,76	104,85
2,50%	123,82	121,39	119,06	116,78	114,59	112,40	110,35	108,30	106,29
3,00%	125,91	123,40	120,97	118,64	116,36	114,17	111,56	109,88	107,79
3,50%	128,15	125,59	123,07	116,92	118,27	115,99	113,75	111,61	109,46
4,00%	130,57	127,87	125,31	123,26	120,32	117,94	115,66	113,28	111,28
Quelle: Dr. KALLIWODA RESEARCH © Copyright 2008									



4 Kontakt

euromicron Aktiengesellschaft

Telefon: + 49 (0) 69 – 63 15 83 - 0

Telefax: + 49 (0) 69 – 63 15 83 - 17

Speicherstraße 1
D-60596 Frankfurt

ir-pr@euromicron.de

DR. KALLIWODA RESEARCH Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows		Unterlindau 22 60323 Frankfurt Tel.: +49 (0) 69 97 20 58 53 Fax.: +49 72 11 51 49 21 64 www.kalliwoda.com
Head: Dr. Norbert Kalliwoda E-Mail: nk@kalliwoda.com	CEFA-Analyst; PHD University of Frankfurt Economics; Dipl.-Kfm.	<u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
Michael John E-Mail: mj@kalliwoda.com	Dipl.-Ing. (Aachen)	<u>Sectors:</u> Chemicals, chemical engineering, basic metals, renewable energies, laser/physics
Dr. Thomas Krassmann E-Mail: tk@kalliwoda.com	Dipl.-Geologist, M.Sc.; University of Göttingen & Rhodes University, South Africa;	<u>Sectors:</u> Raw Materials, Mining, Precious Metals, Gem stones.
Wolfgang Neuner E-Mail: wn@kalliwoda.com	MBA (Candidate 2008 Uni. Iowa (US)) and Dipl.-Kfm. (Major Finance and Monetary Economics 2009).	<u>Sectors:</u> Banks, Financial Services, Real Estates - REITS.
Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
Dr. Erik Schneider E-Mail: es@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
David Schreindorfer E-Mail: ds@kalliwoda.com	MBA, Economic Investment Management; Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
Hellmut Schaarschmidt; E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
Nele Rave E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; Native Speaker, German School London,	<u>Translations English</u>

Also view Sales and Earnings Estimates:

DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of
Bloomberg
Reuters
Thomson Financial
JCF Factset

Analyst of this research: Dr. Norbert Kalliwoda, CEFA





5 DISCLAIMER

KAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens 20 % aufweisen	BUY
AKKUMULIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 10% und 20% aufweisen	ACCUMULATE
HALTEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 10% und - 10% aufweisen	HOLD
REDUZIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen -10% und - 20% aufweisen	REDUCE
VERKAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens - 20 % aufweisen	SELL

Additional Disclosure/Erklärung

DR.KALLIWODA | RESEARCH hat diese Analyse auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, gefertigt. Wir arbeiten so exakt wie möglich. Wir können aber für die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen und Meinungen keine Gewährleistung übernehmen.

Diese Studie ersetzt nicht die persönliche Beratung. Diese Studie gilt nicht als Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der in dieser Studie angesprochenen Anlageinstrumente. Daher rät DR.KALLIWODA | RESEARCH, sich vor einer Wertpapierdisposition an Ihren Bankberater oder Vermögensverwalter zu wenden.

Diese Studie ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Diese Studie darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Die Verteilung dieser Studie in andere internationale Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Studie gelangt, sollten sich über gegebenenfalls vorhandene Beschränkungen informieren und diese einhalten.

DR.KALLIWODA | RESEARCH sowie Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in dieser Studie erwähnten Wertpapieren oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Wertpapiere oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern.

Mögliche Interessenskonflikte

Weder DR.KALLIWODA | RESEARCH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- a) hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals;
- b) war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt;
- c) hält an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals;
- d) hat die analysierten Wertpapiere auf Grund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.

Nur mit dem Unternehmen Euromicron AG bestehen vertragliche Beziehungen zu DR.KALLIWODA | RESEARCH für die Erstellung von Research-Studien. Durch die Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Leser/Empfänger die Verbindlichkeit dieses Disclaimers.



DISCLAIMER

The information and opinions in this analysis were prepared by DR. KALLIWODA | RESEARCH. The information herein is believed by DR. KALLIWODA | RESEARCH to be reliable and has been obtained from public sources believed to be reliable. With the exception of information about DR. KALLIWODA | RESEARCH, DR. KALLIWODA | RESEARCH makes no representation as to the accuracy or completeness of such information.

Opinions, estimates and projections in this report constitute the current judgement of the author as of the date of this analysis. They do not necessarily reflect the opinions, projection, forecast or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate, except if research on the subject company is withdrawn. Prices and availability of financial instruments also are subject to change without notice. This report is provided for informational purposes only. It is not to be construed as an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell any financial instruments or to participate in any particular trading strategy in any jurisdiction. The financial instruments discussed in this report may not be suitable for all investors and investors must make their own investment decision using their own independent advisors as they believe necessary and based upon their specific financial situations and investment objectives. If a financial instrument is denominated in a currency other than an investor's currency, a change in exchange rates may adversely affect the price or value of, or the income derived from, the financial instrument, and such investor effectively assumes currency risk. In addition, income from an investment may fluctuate and the price or value of financial instruments described in this report, either directly or indirectly, may rise or fall. Furthermore, past performance is not necessarily indicative of future results.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person for any purpose without DR. KALLIWODA | RESEARCH's prior written consent. Please cite source when quoting.