

Analyse

BUY

euromicron AG

Target Price: 24,60 EUR

Branche: Technologie
Land: Deutschland
WKN: 566000
Reuters: EUCG.DE
Webseite: www.euromicron.de

Kurs aktuell: 19,80
Hoch **Tief**
Kurs 52 W. 20,00 10,70
Marktkap. (Mio. EUR) 92,27
Anzahl Aktien (in Mio.) 4,5

Aktionäre

Freefloat 64,21%
Nord LB 14,91%
Wyser Pratte 5,36%
AvW Gruppe 5,52%
Aktieninvestor.com AG 5,04%
CAIAC Fund Management 4,96%

Performance

4 Wochen 25,63 %
13 Wochen 21,47 %
26 Wochen 37,40 %
52 Wochen 80,00 %
ld. Jahr 26,92 %

Dividende

	in EUR	in %
2008	1,00	56%
2009e	1,00	42%
2010e	1,25	50%
2011e	1,13	50%



Erfolgreichstes Geschäftsjahr trotz Krise

- Die euromicron AG ist Hersteller und Anbieter von Lösungen in der Netzwerk- und Lichtwellenleiter-Technologie. Die Gesellschaft agiert als Full-Service Anbieter im Bereich Kommunikations- und Sicherheitslösungen. Das Unternehmen deckt die gesamte Wertschöpfungskette ab, indem neben Planung, Implementierung und Wartung von Netzwerken sowohl Entwicklung, Produktion und Vertrieb von Netzwerkkomponenten, als auch Beratung und Beschaffung angeboten werden.
- Im abgelaufenen Geschäftsjahr konnte euromicron den höchsten Umsatz der Unternehmensgeschichte verzeichnen. Auch das Ergebnis wuchs deutlich im Vergleich zum Vorjahr. Der Gewinn pro Aktie lag bei 2,39 Euro, wovon der Hauptversammlung 1 Euro zur Ausschüttung vorgeschlagen wird.
- In Deutschland besteht Nachholbedarf bei der Breitbandinfrastruktur. Die Politik hat als Ziel eine beinahe flächendeckende Versorgung mit Breitbandanschlüssen bis 2014 ausgegeben. In den nächsten Jahren sollten die Investitionen in das Breitbandnetz daher zunehmen. Davon wird euromicron ebenso profitieren wie von der zunehmenden Privatisierung im Health Care Markt, die Investitionen in Sicherheits- und Kommunikationsnetze antreibt.
- Wir erwarten, dass euromicron sein Wachstum fortsetzen kann und kommen im unserem DCF-Modell zu einem fairen Wert von 24,63 Euro. Damit hat die Aktie ein Upside-Potenzial von 24,4 Prozent. Wir empfehlen die Aktie von euromicron zum Kauf.

EUR m	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Umsatzerlöse	164,63	187,33	206,07	218,43	227,17
EBITDA	18,85	21,10	23,90	23,00	22,93
EBIT	16,00	18,04	19,78	18,85	18,16
Nettoergebnis	8,07	10,74	11,28	10,16	9,79
EPS	1,78	2,39	2,51	2,26	2,17
BVPS	16,39	17,82	17,96	17,73	17,66
CFPS	1,01	3,16	4,48	3,09	2,92
KBV	0,64	0,88	1,42	1,44	1,44
RoE	11,32 %	13,39 %	13,95 %	12,72 %	12,31 %
RoS	4,90 %	5,74 %	5,47 %	4,65 %	4,31 %
EBIT margin	9,72 %	9,63 %	9,60 %	8,63 %	7,99 %

Dr. Norbert Kalliwoda

Phone: +49 69 97 20 58 53

E-mail: nk@kalliwoda.com

www.kalliwoda.com

Inhalt

1	Unternehmensprofil.....	3
2	Aktuelle Entwicklung.....	6
3	Aktie.....	9
4	SWOT	10
5	Absatz-, Rendite- und Ertragsindikatoren.....	11
6	Finanzteil.....	12
7	Gewinn- und Verlustrechnung	12
8	Bilanzen.....	13
9	Kapitalflussrechnung.....	14
10	Bewertung	15
11	DCF-Modell	15
12	WACC.....	16
13	Fair Value – Sensitivitäten.....	16
14	Kontakt	17
15	DISCLAIMER.....	18

1 Unternehmensprofil

Die euromicron AG ist Hersteller und Anbieter von Lösungen in der Netzwerk- und Lichtwellenleiter-Technologie. Die Gesellschaft agiert als Full-Service Anbieter im Bereich Kommunikations- und Sicherheitslösungen. Das Unternehmen deckt die gesamte Wertschöpfungskette ab, indem neben Planung, Implementierung und Wartung von Netzwerken sowohl Entwicklung, Produktion und Vertrieb von Netzwerkkomponenten, als auch Beratung und Beschaffung angeboten werden. euromicron ist spezialisiert auf kundenspezifische Produkte und Dienstleistungen für unterschiedlichste Branchen und Anforderungen.

Zu den Kunden von euromicron gehören Telekommunikationsnetzbetreiber wie die Deutsche Telekom und Infrastrukturanbieter wie die Deutsche Bahn, die größter Kunde ist. Außerdem zählen Betreiber von Rechenzentren und Hersteller von Telekommunikationslösungen zur Zielgruppe. Kein einzelner Kunde macht mehr als 6 Prozent des Konzernumsatzes aus, so dass keine Abhängigkeit von Großkunden besteht.

Die Gesellschaft ist in die zwei strategischen Segmente euromicron Nord und euromicron Süd aufgeteilt. Innerhalb dieser Segmente bestehen drei Funktionsfelder „Projekte & Systeme“ (Informations-, Kommunikations- und Sicherheitssysteme), „Komponenten & Konfektionierung“ (Glasfaser- und Hybridnetzwerke) sowie „Distribution & Dienstleistung“ (Beschaffung und Beratung). Die euromicron AG ist die Management Holding, in der die zentralen Aufgaben des Konzerns gebündelt werden.

euromicron AG	euromicron Nord	euromicron Süd
Management Holding Finanzen, Personal, Einkauf, IT, Public Relations, Investor Relations	Projekte & Systeme Systemhaus im Bereich Kommunikations- und Sicherheitsnetzwerke: Planung, Implementierung und Wartung von Kommunikationssystemen und Sicherheitsnetzwerken	
	Komponenten & Konfektionierung Hersteller von Netzwerkkomponenten auf Basis von Glasfaser-, Kupfer- und drahtloser Technik: Entwicklung, Fertigung und Vertrieb	
	Distribution & Dienstleistung Beratung und Beschaffung: Herstellerunabhängige Beratung in Netzwerkfragen sowie Vertrieb von aktiven und passiven Netzwerkprodukten	

Die Management Holding legt, in Person des Vorstands, die strategische Ausrichtung des Konzerns fest, die dann von den 19 Tochtergesellschaften ausgeführt wird. Die Tochterunternehmen betreiben das operative Geschäft und berichten durch den jeweiligen Geschäftsführer direkt an den Vorstand.

Projekte & Systeme

Als Spezialist für Sicherheits-, Kommunikations- und Datentechnik im Projekt- und Systemgeschäft bietet euromicron kundenspezifische und gleichzeitig systemübergreifende

Lösungen aus einer Hand. Als Komplettanbieter für Kommunikations- und Sicherheitslösungen bietet euromicron Planung, Projektierung und Ausführung von schlüsselfertigen Netzwerken sowie Wartung und Service. Die folgende Übersicht zeigt die Netzwerk-Lösungen von euromicron.

Netzwerk-Lösungen	
Cabling-Solutions	Verkabelungssysteme für alle Anwendungen und Leistungsbedarfe
Control-Solutions	Sicherheitssysteme für Rechenzentren, Kontrollzentren oder Prozessleitsysteme
DataCenter-Solutions	Herstellerunabhängige Komplettlösungen für Rechenzentren
Home-Solutions	Lieferant und Installateur für den Hochgeschwindigkeitszugang zu Endhaushalten
Industrial-Solutions	Neuentwicklungen von Glasfaserkomponenten für Anwendungen im Industriebereich
Mobile-Solutions	Smarte Lösungen für Funknetze nach GSM-, UMTS- und BOS-Technik
Security-Solutions	Sicherheitssysteme (Brand, Einbruch, Hackerzugriffe) sowie zugehörige Steuerungs- und Überwachungssysteme
VoIP-Solutions	Lösungen für Daten- und Sprachkommunikation über das Internet

Quelle: Unternehmen; Dr. Kalliwoda Research

Anwendungsbeispiele für Lösungen von euromicron

- Im Klinikbetrieb: Durch den Aufbau einer Netzinfrastruktur auf Basis von Glasfaserverkabelung können hohe Bandbreiten für alle Bereiche des Krankenhauses zur Verfügung gestellt werden. Damit kann der Service für den Patienten mit einem Infotainment-Center (jeder Patient erhält einen Bildschirm und Fernbedienung mit TV, Internet und Informationen der Klinik) verbessert werden. Bei der Übermittlung von Daten und hoch aufgelösten Röntgenbildern von Patienten kann die Geschwindigkeit und Sicherheit verbessert werden. Bei schwierigen Operationen können bei Bedarf Videokonferenzen abgehalten werden. Außerdem laufen z.B. das Brandmeldesystem, Sicherheitskonzepte und die Büroanwendungen der Krankenhausverwaltung über die Netzinfrastruktur, die euromicron liefert.
- Für die Deutsche Bahn AG werden Lösungen für die digitale Videoüberwachung und Fargastinformationsanzeigen auf Bahnhöfen sowie Brandschutzsysteme auf Bahnhöfen und in Tunneln errichtet und erneuert.
- Umstellung eines Flughafens von Kupfer- auf Glasfaserverkabelung: euromicron übernahm die Planung sowie Koordination und Überwachung der Verlegung von 45 km Glasfaserkabel im gesamten Flughafenbereich. Des Weiteren gehörte die Elektroinstallation der Rechenzentren nach US-Standard dazu, da es sich beim Auftraggeber um die amerikanische Regierung handelte.

Komponenten & Konfektionierung

Im Bereich Komponenten & Konfektionierung betreibt euromicron die Entwicklung und Fertigung von optischen Verbindungselementen für die Daten-, Kommunikations-, Laser-, Mess- und Automatisierungstechnik. Die Produktion erfolgt sowohl für die Serie als auch nach Vorgaben des Kunden. Neben den Komponenten werden Werkzeuge für die Kabel- und Drahtindustrie gefertigt und Netzwerkkomponenten konfektioniert. Außerdem produziert euromicron vorkonfektionierte Text-, Montage- und Laborarbeitsplatzsysteme.

Vorkonfektioniertes Mini-/Breakout-Kabel



Quelle: Sachsenkabel

Steckerübersicht



Redundante Stromversorgungs-Einheit



Quelle: Microsens

Fast Ethernet PC Adapterkarte



Präzisionsteile



Quelle: euromicron Werkzeuge GmbH

Poliermaschine



Elabo Aufbewahrungssystem



Quelle: Elabo GmbH

Elabo WerkstattSystem



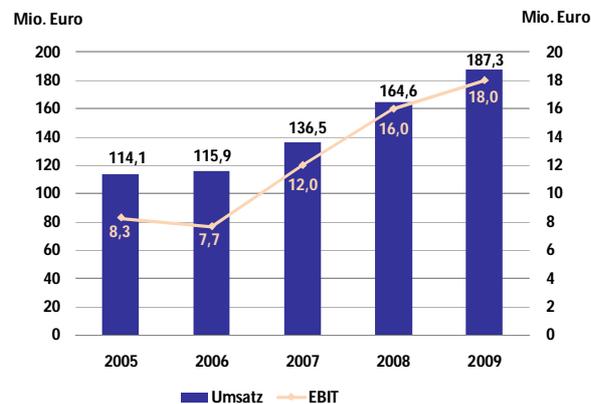
Distribution & Dienstleistung

euromicron ist mit dem Geschäftsbereich Distribution & Dienstleistung in der Beschaffung, Distribution und der Beratung tätig. Dabei berät das Unternehmen herstellerunabhängig in allen Fragen rund um Netzwerke. Außerdem werden Workshops, Seminare und Zertifizierungsschulungen sowie Just-in-Time-Belieferung angeboten. Durch die Bündelung der Sourcing-Aktivitäten bei der Tochtergesellschaft SKM Delwave können bestmögliche Konditionen beim Einkauf sowohl für die Kunden als auch für die eigenen Gesellschaften erzielt werden.

2 Aktuelle Entwicklung

Im schwierigen Marktumfeld des vergangenen Jahres konnte die euromicron AG ihr Wachstum weiter fortsetzen und sowohl Umsatz als auch Ergebnis deutlich steigern.

Umsatz und EBIT im Fünfjahresvergleich

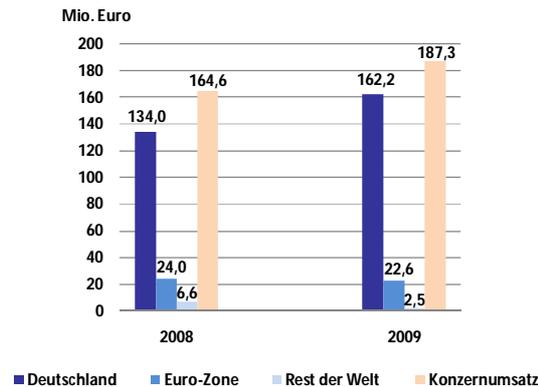


Quelle: Unternehmen; Dr. Kalliwoda Research GmbH

Der Umsatz legte um 14 Prozent auf 187,3 Mio. Euro zu. EBITDA mit 12 Prozent und EBIT mit 13 Prozent konnten vergleichbare Wachstumsraten erzielen. Das Ergebnis pro Aktie stieg sogar um 34 Prozent auf 2,39 Euro. Damit wurde das Ziel des Managements, ein Ergebnis je Aktie von über 2 Euro, deutlich erreicht. Das „Krisenjahr“ 2009 markiert somit das erfolgreichste Geschäftsjahr in der Geschichte von euromicron.

Während der Umsatz in Heimatmarkt um 21 Prozent zulegen konnte, sank der Absatz in der Euro-Zone um -5,8 Prozent und im Rest der Welt sogar um -62,1 Prozent.

Umsatz nach Regionen

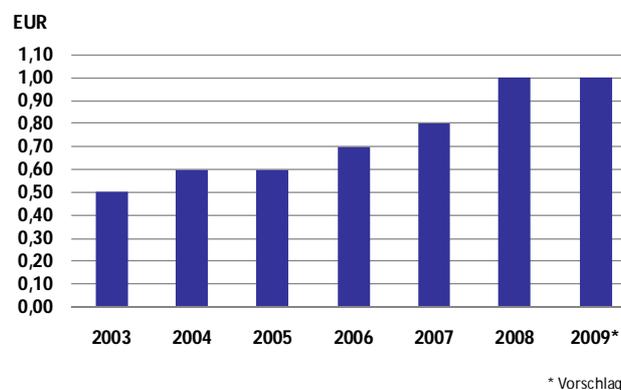


Quelle: Unternehmen; Dr. Kalliwoda Research GmbH

Diese Zahlen unterstreichen die Bedeutung des deutschen Marktes für die euromicron AG. Trotzdem verfolgt das Management die Strategie, auch im Ausland weiter zu wachsen. In den wichtigsten Auslandsmärkten hat sich euromicron durch die Akquisitionen der vergangenen Jahre positioniert. Insbesondere in Südeuropa ist die Gesellschaft gut aufgestellt. Hier wie auch im Heimatmarkt will euromicron vor allem organisch wachsen, da die Phase der Akquisitionen zum größten Teil abgeschlossen ist. Bereits im abgelaufenen Geschäftsjahr betrug das organische Wachstum 10 Prozent. Nach den zahlreichen Zukäufen der vergangenen Jahre steht jetzt die Integration der Tochtergesellschaften im Vordergrund. Alle Produkte und Dienstleistungen sollen unter der einheitlichen Marke „euromicron“ vertrieben werden. Außerdem wird weiter an der konzernweiten Vereinheitlichung der unterschiedlichen IT-Plattformen gearbeitet, was im Ergebnis zu einer Steigerung der Profitabilität führen sollte.

Wie in der Vergangenheit üblich, zahlt die euromicron AG auch für 2009 eine Dividende, dieses Jahr in Höhe von 1 Euro je Aktie, und stärkt damit weiter ihre Positionierung als Dividententitel.

Dividendenzahlungen für die entsprechenden Geschäftsjahre

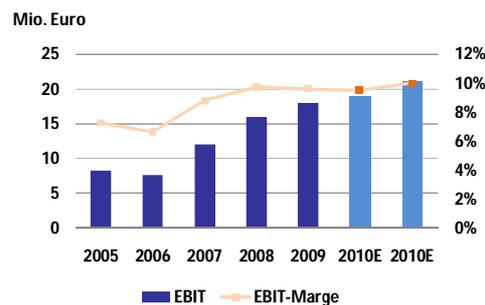


Quelle: Unternehmen; Dr. Kalliwoda Research GmbH

Das vom Management für das laufende Geschäftsjahr ausgegebene Umsatzziel liegt zwischen 200 Mio. Euro und 210 Mio. Euro. Dies entspräche einem Wachstum zwischen 7 und 12 Prozent. Zwar lagen die Wachstumsraten in den Jahren 2007 (17,8 Prozent), 2008 (20,6 Prozent) und 2009 (13,8 Prozent) über diesen Werten. Jedoch wurden die hohen Zuwächse teils durch Akquisitionen getrieben. Da keine weiteren signifikanten Zukäufe in der näheren Zukunft geplant sind und euromicron in 2009 den Großteil des Wachstums (10 Prozent) bereits organisch erzielen konnte, halten wir die Einschätzung für realistisch. Kurzfristig wird einiges davon abhängen, wie sich die konjunkturelle Lage entwickelt. Der Branchenverband BITKOM prognostiziert im Bereich Telekommunikation-Infrastruktur für 2010 ein Marktvolumen auf dem Niveau des Vorjahres und in der Informations- und Kommunikationstechnologie ein moderates Wachstum von 1,7 Prozent.

Beim EBIT für 2010 liegt die Zielvorgabe des Managements bei einer Bandbreite von 19 Mio. Euro bis 21 Mio. Euro. Dies impliziert ein Wachstum zwischen 5 Prozent und 17 Prozent. In den vergangenen drei Jahren lagen hier die Zuwächse bei 56 Prozent, 33 Prozent bzw. 12,5 Prozent. Sollte sich die vom Management erwartete Entwicklung einstellen, läge die EBIT-Marge, wie in der Vergangenheit, bei knapp unter 10 Prozent.

EBIT und EBIT-Marge



Quelle: Unternehmen; Dr. Kalliwoda Research GmbH

Längerfristig liegt das Umsatzziel bei 300 Mio. Euro, bei einer weiterhin konstanten EBIT-Marge zwischen 8 Prozent und 11 Prozent. Um zu dieser Umsatzgröße zu gelangen, sollen neben organischem Wachstum, insbesondere im Ausland, auch Kooperationen und größere Akquisitionen genutzt werden.

Laut einer Studie von Deutsche Bank Research zur Breitbandinfrastruktur steigt das weltweite Datenvolumen stark an. Gleichzeitig schätzt die OECD, dass die Breitbandkommunikation bis 2011 ein Drittel an der Produktivitätssteigerung in den Industriestaaten ausmachen wird. Dies zeigt die Bedeutung des Themas Breitbandinfrastruktur für die entwickelten Volkswirtschaften. In Europa ist die Breitbandversorgung deutlich geringer als in den USA und insbesondere in Japan. Deutschland liegt im Mittelfeld der europäischen Industriestaaten was die Versorgung der Haushalte mit Breitbandanschlüssen angeht. Die Politik ist bestrebt, die Voraussetzungen für eine bessere Infrastruktur zu schaffen. Die im Februar 2009 veröffentlichte Breitbandstrategie der Bundesregierung besagt, dass bis 2014 für drei Viertel der Haushalte in Deutschland eine Versorgung mit schnellen Internetanschlüssen (50 Mbit/s

oder mehr) bestehen soll. Dafür ist ein Ausbau mit Glasfaserleitungen näher zum Endkunden (Fiber-to-the-home, FTTH) nötig. Um neben der Deutschen Telekom AG (DTAG) weiteren Unternehmen Investitionen in das Breitbandnetz zu ermöglichen, traf die Bundesnetzagentur im März 2009 eine Entscheidung für eine einfachere Erschließung und Versorgung unerschlossener Gebiete mit schnellen Internetanschlüssen durch Wettbewerber der DTAG. Die DTAG muss ihren Wettbewerbern auch an Schaltverteilern Zugriff auf die Teilnehmeranschlussleitung (TAL) gewähren. Dies ist notwendig, um schnelle Internetverbindungen für den Endkunden bereit stellen zu können.

Die Bundesnetzagentur erklärt in ihrem Jahresbericht 2009, dass die Breitbandstrategie der Bundesregierung zu einer flächendeckenden Versorgung mit leistungsfähigen Breitbandanschlüssen in Deutschland führen wird. Um diese flächendeckende Versorgung zu erreichen, werden zahlreiche Investitionen nötig sein. Deshalb gehen wir davon aus, dass das Geschäft mit Glasfaserinfrastruktur weiterhin stabiles Wachstum sehen wird. Auch in der Verwaltung und bei Industriebetrieben sollte weiterhin Bedarf nach leistungsstarker Netzinfrastruktur bestehen.

Auch und insbesondere im Health Care Markt sehen wir zukünftig gutes Wachstumspotenzial. Laut einer Studie der Bundesärztekammer wird der Anteil der privat geführten Krankenhäuser bis 2025 von derzeit ca. 25 Prozent auf 35 bis 40 Prozent ansteigen. Damit einhergehen wird demzufolge ein höherer Kapitalzufluss und größerer Wettbewerb zwischen den Krankenhausbetreibern. Euromicron hat sich im Bereich Health Care bereits als Anbieter mit umfassenden Lösungen positioniert und Branchen-Know-how aufgebaut. Die Voraussetzungen dafür, dass euromicron am Branchenwachstum teilhaben kann, schätzen wir daher als gut ein.

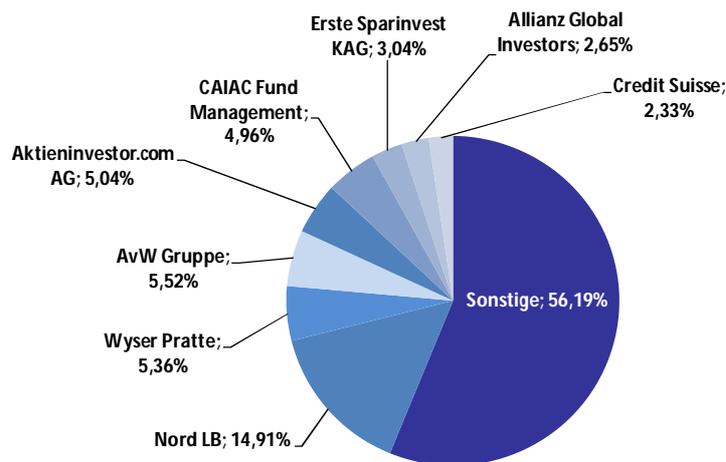
Kurzfristig sollte der Markt für Informations- und Kommunikationstechnologie kein bedeutendes Wachstum zeigen. Allerdings ist euromicron mit seinen innovativen Lösungen in der Lage, Marktanteile von den Wettbewerbern zu gewinnen.

Die Bedeutung des Wartungs- und Servicegeschäfts für euromicron nimmt zu. Das Management will diesem Bereich deshalb verstärkt Aufmerksamkeit schenken. Diese Entwicklung beurteilen wir sehr positiv. Die Gesellschaft kann dadurch nicht nur ihr organisches Wachstum vorantreiben, die Umsätze aus Wartungs- und Serviceverträgen können auch eine stabile Umsatzbasis bilden, die speziell in Zeiten hoher Investitionszurückhaltung wichtig werden kann. Daher sollte das Geschäft mit Wartung und Service weiter ausgebaut werden.

3 Aktie

Wie der Gesamtmarkt entwickelte sich im vergangenen Jahr auch die Aktie von euromicron deutlich positiv. Im März 2009 hatte sie bei 8,64 Euro ihren Tiefstand erreicht. Seitdem befindet sich die Aktie im Aufwärtstrend und fand Anfang April 2010 ihren vorläufigen Höchststand bei 19,30 Euro. Im Jahresverlauf 2009 konnte die Aktie um 36 Prozent zulegen. Der Kurs am Jahresende lag bei 15,60 Euro.

Aktionärstruktur



Quelle: Unternehmen; Dr. Kalliwoda Research GmbH

4 SWOT

Stärken

- Keine Abhängigkeit von einzelnen Großkunden
- Kundenspezifische Lösungen und Serienprodukte
- euromicron ist Full-Service Anbieter mit hohem Qualitätsanspruch
- Die gesamte Wertschöpfungskette wird abgedeckt
- Flächendeckend in Deutschland vertreten, dazu in den wichtigsten Auslandsmärkten positioniert

Schwächen

- Geringe internationale Präsenz in wachstumsstarken Regionen (z.B. Asien)
- Hoher Anteil (ca. 50%) der Vermögenswerte ist Goodwill

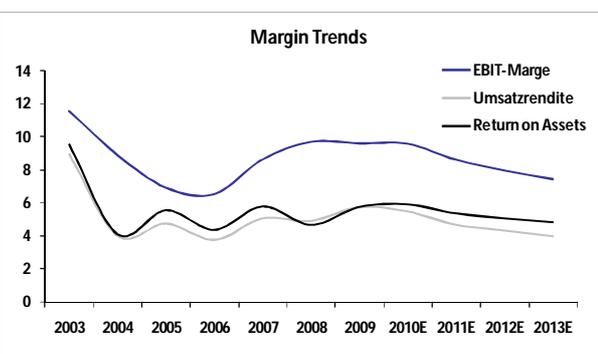
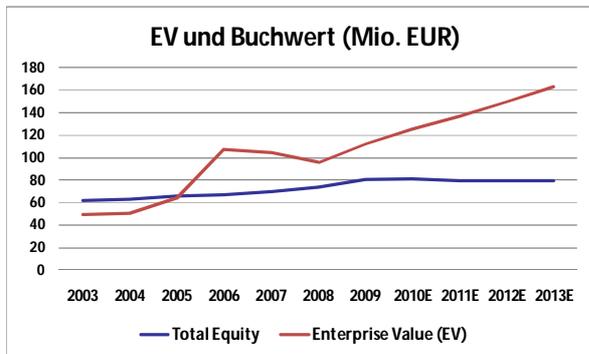
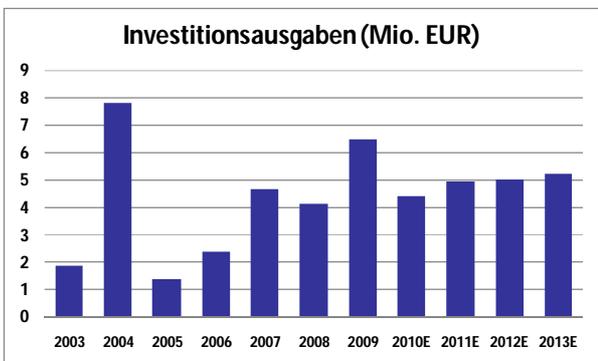
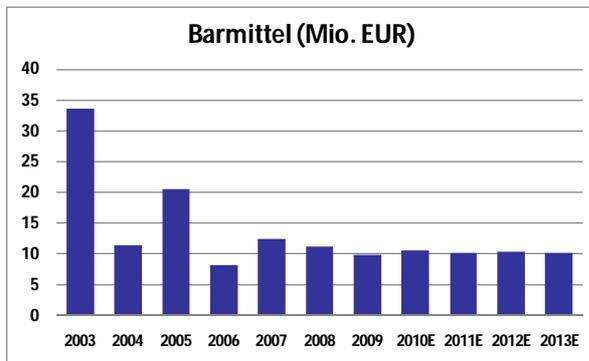
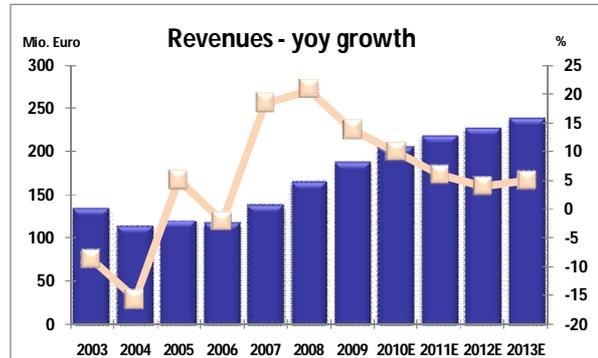
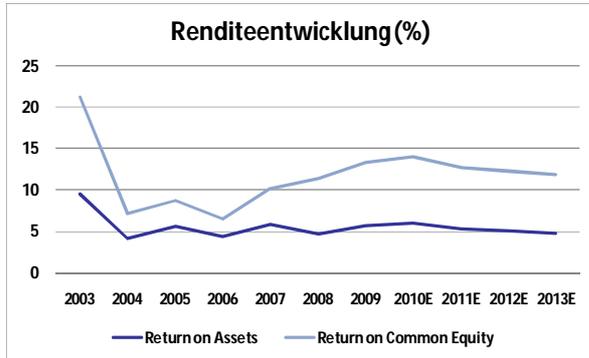
Chancen

- Wachstum im Ausland
- Nachholbedarf bei Breitbandzugängen (in Deutschland geringe Verfügbarkeit verglichen mit USA und Japan)
- Healthcare Markt
- Margenstarkes Wartungs- und Servicegeschäft

Risiken

- Integration von erworbenen Tochtergesellschaften verzögert sich
- Erholung der Wirtschaft dauert länger als erwartet
- Neuentwickelte Produkte entsprechen nicht den Bedürfnissen des Marktes

5 Absatz-, Rendite- und Ertragsindikatoren



6 Finanzteil

7 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung							
Zahlenangaben in TEUR	Geschäftsjahr						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
Umsatzerlöse	136.457	164.628	187.334	206.067	218.431	227.169	238.527
Bestandsveränderungen	-2.576	-1.427	-6.882	-6.951	-6.812	-6.676	-6.542
Aktivierete Eigenleistungen	784	358	1.702	948	1.003	1.218	1.056
Gesamtleistung	134.665	163.559	182.154	200.065	212.622	221.711	233.041
Sonstige betriebliche Erträge	2.153	2.618	2.101	2.291	2.337	2.243	2.290
Materialaufwand	-62.345	-83.517	-92.468	-100.973	-109.216	-113.584	-119.264
Rohergebnis	74.473	82.660	91.787	101.382	105.743	110.369	116.068
Personalaufwand	-39.543	-43.009	-48.136	-53.578	-57.884	-61.336	-65.118
Abschreibungen	-3.210	-2.847	-3.060	-4.121	-4.150	-4.771	-5.486
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-19.711	-20.804	-22.554	-23.907	-24.864	-26.107	-27.673
Betriebsergebnis	12.009	16.000	18.037	19.776	18.845	18.156	17.790
Finanzergebnis	-1.933	-3.962	-2.832	-2.557	-3.117	-2.835	-2.836
Ergebnis vor Steuern (u. Minderheit.)	10.076	12.038	15.205	17.219	15.728	15.321	14.954
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-2.592	-3.305	-3.758	-5.166	-4.718	-4.596	-4.486
Ergebnis vor Minderheitenanteilen	7.484	8.733	11.447	12.053	11.010	10.725	10.468
Minderheitenanteile	-482	-666	-703	-773	-851	-936	-1.029
Periodenüberschuss	7.002	8.067	10.744	11.280	10.159	9.789	9.439
Ergebnis je Aktie (unverwässert) reported	1,53	1,78	2,39	2,51	2,26	2,17	2,10
Ergebnis je Aktie (verwässert) reported	1,53	1,78	2,39	2,51	2,26	2,17	2,10
Veränderung zum Vorjahr							
Umsatzerlöse		20,6%	13,8%	10,0%	6,0%	4,0%	5,0%
Bestandsveränderungen		-44,6%	382,3%	1,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%
Aktivierete Eigenleistungen		-54,3%	375,4%	-44,3%	5,8%	21,4%	-13,3%
Gesamtleistung		21,5%	11,4%	9,8%	6,3%	4,3%	5,1%
Sonstige betriebliche Erträge		21,6%	-19,7%	9,0%	2,0%	-4,0%	2,1%
Materialaufwand		34,0%	10,7%	9,2%	8,2%	4,0%	5,0%
Rohergebnis		11,0%	11,0%	10,5%	4,3%	4,4%	5,2%
Personalaufwand		8,8%	11,9%	11,3%	8,0%	6,0%	6,2%
Abschreibungen		-11,3%	7,5%	34,7%	0,7%	14,9%	15,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen		5,5%	8,4%	6,0%	4,0%	5,0%	6,0%
Betriebsergebnis		33,2%	12,7%	9,6%	-4,7%	-3,7%	-2,0%
Finanzergebnis		105,0%	-28,5%	-9,7%	21,9%	-9,0%	0,0%
Ergebnis vor Steuern (u. Minderheit.)		19,5%	26,3%	13,2%	-8,7%	-2,6%	-2,4%
Steuern vom Einkommen und Ertrag		27,5%	13,7%	37,5%	-8,7%	-2,6%	-2,4%
Ergebnis vor Minderheitenanteilen		16,7%	31,1%	5,3%	-8,7%	-2,6%	-2,4%
Minderheitenanteile		38,2%	5,6%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Periodenüberschuss		15,2%	33,2%	5,0%	-9,9%	-3,6%	-3,6%
Anteil am Konzernumsatz							
Umsatzerlöse	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bestandsveränderungen	-1,9%	-0,9%	-3,7%	-3,4%	-3,1%	-2,9%	-2,7%
Aktivierete Eigenleistungen	0,6%	0,2%	0,9%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%
Gesamtleistung	98,7%	99,4%	97,2%	97,1%	97,3%	97,6%	97,7%
Sonstige betriebliche Erträge	1,6%	1,6%	1,1%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%
Materialaufwand	-45,7%	-50,7%	-49,4%	-49,0%	-50,0%	-50,0%	-50,0%
Rohergebnis	54,6%	50,2%	49,0%	49,2%	48,4%	48,6%	48,7%
Personalaufwand	-29,0%	-26,1%	-25,7%	-26,0%	-26,5%	-27,0%	-27,3%
Abschreibungen	-2,4%	-1,7%	-1,6%	-2,0%	-1,9%	-2,1%	-2,3%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-14,4%	-12,6%	-12,0%	-11,6%	-11,4%	-11,5%	-11,6%
Betriebsergebnis	8,8%	9,7%	9,6%	9,6%	8,6%	8,0%	7,5%
Finanzergebnis	-1,4%	-2,4%	-1,5%	-1,2%	-1,4%	-1,2%	-1,2%
Ergebnis vor Steuern (u. Minderheit.)	7,4%	7,3%	8,1%	8,4%	7,2%	6,7%	6,3%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-1,9%	-2,0%	-2,0%	-2,5%	-2,2%	-2,0%	-1,9%
Ergebnis vor Minderheitenanteilen	5,5%	5,3%	6,1%	5,8%	5,0%	4,7%	4,4%
Minderheitenanteile	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%
Periodenüberschuss	5,1%	4,9%	5,7%	5,5%	4,7%	4,3%	4,0%

Dr. KALLIWODA | RESEARCH © 2010

8 Bilanzen

Bilanzen							
Zahlenangaben in TEUR	Geschäftsjahr						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
Aktiva							
<u>Langfristige Vermögenswerte</u>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	72.660	86.103	93.623	98.304	96.338	98.265	99.247
Sachanlagen	8.009	8.965	10.913	11.459	11.344	11.514	11.687
Finanzanlagen	66	44	1.082	1.104	1.115	1.126	1.137
Übrige Forderungen und sonstige VG	84	108	188	192	196	200	203
Latente Steuern	2.296	1.042	1.405	1.475	1.407	1.442	1.053
Summe langfristige Vermögenswerte	83.115	96.262	107.211	112.533	110.399	112.546	113.328
<u>Kurzfristige Vermögenswerte</u>							
Vorräte	12.523	14.353	13.235	12.970	12.711	12.457	12.208
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	36.243	45.126	51.197	49.248	50.725	52.247	53.815
Forderungen gegenüber verb. Unternehmen	0	0	0	0	0	0	0
Übrige Forderungen und sonstige VG	3.689	5.128	4.489	4.809	4.686	4.747	4.717
Wertpapiere und Zahlungsmittel	12.442	11.246	9.773	10.510	10.141	10.325	10.233
Summe kurzfristige Vermögenswerte	64.897	75.853	78.694	77.536	78.264	79.777	80.972
Bilanzsumme	148.012	172.115	185.905	190.070	188.663	192.323	194.300
<u>Eigenkapital</u>							
Gezeichnetes Kapital	11.914	11.914	11.914	11.914	11.914	11.914	11.914
Eigene Anteile	-1.680	-2.941	-2.941	-2.941	-2.941	-2.941	-2.941
Kapitalrücklage	61.781	61.781	61.781	61.781	61.781	61.771	61.781
Konzernrücklagen und Ergebnisvorräte	-9.086	-5.689	-2.124	-2.156	-2.113	-2.071	-2.029
Unterschiedsbetrag Marktbewertung Wertpapiere	-170	-429	-358	-108	-56	-56	-58
Kumuliertes sonstiges Gesamtergebnis	7.002	8.067	10.744	11.280	10.159	9.789	9.439
Minderheitenanteile	684	1.098	1.248	1.100	1.100	1.100	1.100
Summe Eigenkapital	70.445	73.801	80.264	80.870	79.844	79.506	79.205
<u>Langfristige Schulden</u>							
Rückstellungen	644	446	1.011	910	753	780	863
Verbindlichkeiten	23.615	23.607	18.803	23.803	21.749	21.878	18.740
Latente Steuern	3.111	4.295	5.189	4.105	4.212	3.541	4.106
Summe langfristige Schulden	27.370	28.348	25.003	28.818	26.714	26.199	23.709
<u>Kurzfristige Schulden</u>							
Rückstellungen	1.731	3.515	1.467	2.920	3.120	3.334	3.562
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	11.514	13.620	20.519	21.133	21.978	22.857	23.772
Sonstige Verbindlichkeiten	36.952	52.831	58.652	56.328	57.006	60.426	64.052
Latente Steuern	0	0	0	0	0	0	0
Summe Kurzfristige Schulden	50.197	69.966	80.638	80.381	82.105	86.618	91.386
Bilanzsumme	148.012	172.115	185.905	190.070	188.663	192.323	194.300

Dr. KALLIWODA | RESEARCH © 2010

9 Kapitalflussrechnung

Kapitalflussrechnung						
Zahlenangaben in TEUR	Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
1. Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit						
Ergebnis vor Ertragssteuern	12.038	15.205	17.219	15.728	15.321	14.954
Zinsergebnis	3.962	2.832	2.557	3.117	2.835	2.836
Abschreibungen/Zuschreibungen	2.632	3.060	4.121	4.150	4.771	5.486
Ergebnis aus Anlagenabgängen	-48	-284	-260	-197	-247	-235
Wertberichtigungen auf Forderungen und Vorräte	784	309	603	565	492	554
Nach der POC-Methode realisierte Teilgewinne	-1.577	-3.232	-1.917	-2.242	-2.464	-2.208
Veränderung der latenten Steuern	2.234	1.204	1.719	1.462	1.590	1.526
Veränderung Rückstellungen	-447	-1.309	1.352	43	241	312
Brutto Cashflow	19.578	17.785	25.394	22.625	22.539	23.225
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit						
Veränderung der Vorräte	-10.995	5	265	259	254	249
Veränderung der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	8.778	3.935	1.949	-1.477	-1.522	-1.567
Veränderung der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	572	860	614	845	879	914
Sonstige betriebliche Aktiva und Passiva	-5.816	-1.456	-2.001	-1.910	-2.796	-2.041
Gezahlte und erhaltene Ertragssteuern	-2.870	-4.509	-3.690	-4.099	-3.894	-3.997
Gezahlte und erhaltene Zinsen	-4.719	-2.395	-2.371	-2.347	-2.324	-2.301
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	4.528	14.225	20.160	13.896	13.137	14.483
2. Cashflow aus der Investitionstätigkeit						
Auszahlungen für Investitionen ins Anlagevermögen	-4.149	-6.534	-4.442	-4.958	-5.021	-5.239
Einzahlungen aus Abgängen von Gegenständen des Anlagevermögens	207	640	551	666	516	593
Einzahlungen aus Abgängen von Finanzanlagen	28	0	238	97	91	106
Auszahlungen aus Erwerb von Finanzanlagen/kons. U.	-9.382	-3.978	0	0	0	0
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	-13.296	-9.872	-3.653	-4.195	-4.414	-4.539
3. Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit						
Gezahlte Dividenden	-3.605	-4.503	-5.640	-5.080	-4.894	-4.719
Ausschüttungen an/Entnahmen von Minderheitsgesellschaftern	-252	-552	-580	-609	-639	-671
Eigene Anteile	-1.261	0	0	0	0	0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	12.940	-836	-947	-865	-843	-822
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	7.822	-5.891	-7.167	-6.553	-6.376	-6.213
4. Finanzmittelfonds am Ende der Periode						
sonstige Veränderungen des Finanzmittelendbestands	0	0	0	0	0	0
Veränderungen aus 1, 2 und 3	-946	-1.538	9.340	3.147	2.347	3.731
Cashflows zu Beginn der Periode	11.112	10.166	8.628	17.968	21.116	23.462
Finanzmittelendbestand am Ende der Periode	10.166	8.628	17.968	21.116	23.462	27.194

Dr. KALLIWODA | RESEARCH © 2010

10 Bewertung

11 DCF-Modell

Für die Ermittlung des Fair Values wurden ein dreistufiges Discounted Cashflow Modell sowie die Marktdaten der Peergroup-Unternehmen herangezogen. Als Datenbasis für die Bewertungen wurden die Konzernabschlüsse der euromicron AG verwendet.

Dem unterjährigen Bewertungsstichtag wurde durch die Abzinsung der operativen Free Cashflows auf den Bewertungsstichtag Rechnung getragen. Als Bewertungsstichtag wurde der 01.04.2010 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 Cash Flow-Modell (Basis 2010/4)

(Mio. EUR)	Phase 1					
	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Umsatz	206,07	218,43	227,17	238,53	250,45	262,98
Veränderungsrate	10%	6%	4%	5%	5%	5%
EBIT	19,78	18,85	18,16	17,79	18,15	18,51
Veränderungsrate	-	-5%	-4%	-2%	2%	2%
Marge	9,6%	8,6%	8,0%	7,5%	7,2%	7,0%
Zins/Beteiligungsergebnis	-2,56	-3,12	-2,84	-2,84	-3,55	-3,21
EBT ex. Zinsergebnis	17,22	15,73	15,32	14,95	14,60	15,30
operativer Steueraufwand	-5,17	-4,72	-4,60	-4,49	-4,38	-4,59
Steuerquote (ex. Zinsergebnis)	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Abschreibungen imm. Verm. u. Sachanl.	4,12	4,15	4,77	5,49	3,85	3,02
Abschreibungsquote (%Umsatz)	2,0%	1,9%	2,1%	2,3%	1,5%	1,1%
Veränderung langf. Rückstellungen	-0,10	-0,16	0,03	0,08	0,30	0,30
Anteil Umsatz	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%
CF-Geschäftsbedarf (Veränderung WC)	-0,90	-1,00	-3,00	-3,57	-3,60	-3,90
Working-Capital-Ratio (%Umsatz)	-0,4%	-0,5%	-1,3%	-1,5%	-1,4%	-1,5%
Sachanlageinvestitionen	-5,33	-5,43	-5,90	-4,65	-5,33	-5,31
Investitionsquote (%Umsatz)	-2,6%	-2,5%	-2,6%	-1,9%	-2,1%	-2,0%
Sonstige Anpassungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Free Cash-Flow	9,84	8,58	6,62	7,81	5,44	4,83

Dr. Kalliwoda | Research © 2010

12 WACC

Der Diskontierungssatz wurde mit Hilfe der gewichteten Kapitalkosten ermittelt. Wir gehen davon aus, dass sich die Kapitalstruktur in den kommenden Geschäftsjahren nicht wesentlich verändern wird.

WACC-Berechnung

Wachstumsprämissen

Langfristiges Wachstum / Inflationsrate	3,0%
Angleichungsphase (ab 2016)	5 Jahre
Anfangswachstum des Umsatzes	1,0%
Margenentwicklung (p.a.)	+3 BP

Eigenkapitalkosten

Langfristiger risikoloser Zinssatz	3,8%
Risikoprämie Markt / Aktienmarktrendite	5,0%
Beta des Unternehmens (Näherung)	0,90

Eigenkapitalkostensatz 8,3%

Fremdkapitalkosten

Fremdkapitalkostensatz (vor St.)	7,0%
Steuersatz auf Fremdkapitalzinsen	30,0%
Fremdkapitalkostensatz (nach St.)	4,9%

Wert des Eigenkapitals	92
Wert des Fremdkapitals	106
Gearing	114,8%
WACC	6,48%

Anpassungen des Fremdkapitals an den gegenwärtigen Marktzins wurden nicht getätigt. Die risikofreie Rendite basiert auf der Durchschnittsrendite 30jähriger Bundesanleihen. Die Ermittlung der Risikoprämie folgt dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) und deckt insbesondere die systematischen Risiken (Marktrisikoprämie) ab. Der von uns verwendete Betawert zur Ermittlung des unternehmensspezifischen Risikos orientiert sich an der Wertentwicklung des Referenzindex DAX.

13 Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 24,63. Er ist damit um 24,4 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 19,80). Die Modifikation der Aktionsparameter im Terminal Value sind der nachstehenden Sensitivitätsanalyse zu entnehmen. Diese zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes.

Sensitivitätsanalyse je Aktie

(EUR)	β = 0,9	Diskontierungszinssatz				
		5,98%	6,23%	6,48%	6,73%	6,98%
Wachstum 2,0%	23,80	21,67	19,78	18,09	16,57	
2,5%	26,73	24,15	21,90	19,91	18,15	
3,0%	30,64	27,40	24,63	22,22	20,12	
3,5%	36,12	31,84	28,27	25,25	22,67	
4,0%	44,37	38,26	33,38	29,39	26,06	

Sensitivitätsanalyse Marktkapitalisierung

(Mio.EUR)	β = 0,9	Diskontierungszinssatz				
		5,98%	6,23%	6,48%	6,73%	6,98%
Wachstum 2,0%	107,19	97,59	89,07	81,46	74,61	
2,5%	120,37	108,76	98,62	89,67	81,72	
3,0%	137,97	123,39	110,90	100,08	90,62	
3,5%	162,66	143,36	127,30	113,71	102,06	
4,0%	199,80	172,29	150,30	132,33	117,35	

14 Kontakt

euromicron Aktiengesellschaft

Telefon: + 49 (0) 69 – 63 15 83 - 0

Telefax: + 49 (0) 69 – 63 15 83 - 17

Speicherstraße 1
D-60596 Frankfurt

E-Mail: ir-pr@euromicron.de

DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH		Unterlindau 22 60323 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 www.kalliwoda.com
Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows		
Head: Dr. Norbert Kalliwoda E-Mail: nk@kalliwoda.com	CEFA-Analyst; University of Frankfurt/Main; PhD in Economics; Dipl.-Kfm.	<u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
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 2009 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
Kolja Schick – Freiherr von Flotow	Dipl.-Kaufmann, (University Frankfurt/Main).	<u>Sectors:</u> Consumers, Automotives, Automotive Suppliers, Mechanical Engineering
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/Main.	<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
Thomson Reuters
vwd group
JCF Factset

Analyst of this research: Dr. Norbert Kalliwoda, CEFA



15 DISCLAIMER

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

Additional Disclosure/Erklärung

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

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

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

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

Mögliche Interessenskonflikte

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

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

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

DISCLAIMER

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

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

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