Independent Research
Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

Unternehmen aktuell

Freitag, den 08.08.2014

Halten

(vorher: Kaufen vom 08.11.2013)

euromicron

Ersteller: Markus Friebel (Analyst)

Branche

	Technologie

Kursziel

	15,00 EUR

Aktienkennzahlen

Schlusskurs am 07.08.2014 (EUR)	13,37
Anzahl der Aktien (Mio.)	7,2
Marktkapitalisierung (Mio. EUR)	96
Freefloat (%)	100,00

Bewertungskennzahlen

	2014e	2015e
KGV	12,8	7,2
KCV	neg.	6,1
EV/Umsatz	0,5	0,5
EV/EBITDA	7,1	5,3
Dividendenrendite (%)	2,2	2,2

Termine

Zahlen Q3	07.11.2014

Historische Entwicklung (Schlusskurs)

52-Wochen-Hoch/Tief (EUR)	17,90/12,01

absolut (%)	1M	3M	12M
	-3,0	1,9	-14,3
relativ gg. (PP)	1M	3M	12M
Prime All Share	4,4	8,8	-19,7
Stoxx Europe 600 Technology	-2,4	-0,1	-22,4

Kürzel

Reuters	EUCAn.DE
Bloomberg	EUCA GY
ISIN	DE000A1K0300

Quelle: Independent Research; euromicron; Bloomberg

Die euromicron konnte im zweiten Quartal (Q2) 2014 mit einem erwartungsgemäßen Umsatzanstieg von 8,4% y/y eine im Vergleich zum Vorquartal (Q1 2014: +3,5% y/y) zunehmende Dynamik verzeichnen. Der Auftragseingang sank zwar nach dem starken Anstieg in Q1 2014 nun um 9,6% y/y, allerdings dürfte sich dieser in den kommenden beiden Quartalen wieder dynamischer zeigen. Der erneut deutliche Ergebnisrückgang (bspw. EBITDA: -22,5% y/y; EBIT: -37,6% y/y) u.a. infolge der Integrationsaufwendungen fiel überwiegend erwartungsgemäß aus. Der Ausblick für das laufende Geschäftsjahr wurde bestätigt. Wir gehen insbesondere davon aus, dass es euromicron in der zweiten Jahreshälfte gelingt, die Margen im Vergleich zur ersten Jahreshälfte 2014 zu verbessern. Unabhängig davon liegt das Unternehmen nach der ersten Jahreshälfte aber bereits im Rahmen seiner Jahreszielsetzungen. Die jüngst deutlich gestiegenen Unsicherheiten hinsichtlich der Konjunktur sowie am Aktienmarkt stehen derzeit u.E. noch einem deutlicheren Aufwärtspotenzial im Weg, weshalb wir unser Halten-Votum bei einem unveränderten Kursziel von 15,00 Euro bestätigen.

Unternehmensdaten

(in Mio. EUR / IFRS)	2012	2013	2014e	2015e
Umsatz	330,0	329,4	351,2	382,8
gg. Vj. (%)	*8,1*	*-0,2*	*6,6*	*9,0*
EBITDA	25,0	14,4	25,0	33,7
gg. Vj. (%)	*-18,7*	*-42,4*	*73,5*	*34,8*
EBITDA-Marge (%)	7,6	4,4	7,1	8,8
EBIT	17,1	5,5	14,7	23,4
gg. Vj. (%)	*-29,5*	*-67,7*	*167,0*	*58,8*
EBIT-Marge (%)	5,2	1,7	4,2	6,1
Nettoergebnis	8,6	-0,9	7,5	13,3
gg. Vj. (%)	*-29,9*	-	-	*76,9*
Nettomarge (%)	2,6	-0,3	2,1	3,5
EK-Quote (%)	41,9	37,3	38,1	40,0

Daten je Aktie

(in EUR)				
Ergebnis	1,29	-0,12	1,05	1,85
Cashflow	1,04	5,49	-1,91	2,19
Dividende	0,30	0,00	0,30	0,30

Quelle: Independent Research; euromicron

Die euromicron AG ist ein Komplettanbieter von Infrastrukturlösungen für Kommunikations-, Übertragungs-, Sicherheits- und Datennetze. Der Konzern fungiert dabei nicht nur als Hersteller, sondern auch als Systemintegrator und Distributor. Die Kunden von euromicron kommen dabei aus verschiedenen Branchen wie dem Bank- und Dienstleistungsgewerbe, dem öffentlichen Sektor, dem Gesundheitswesen, der Fertigungsindustrie, der Energiewirtschaft und der Prozessindustrie. Der regionale Schwerpunkt liegt vor allem in Deutschland. Außerhalb des Heimatmarktes ist euromicron hauptsächlich in Italien, Österreich, Frankreich und Polen aktiv.

Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokuments, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten, die Pflichtangaben zu § 34b Wertpapierhandelsgesetz und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG ist nur zur Verteilung an professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien gemäß § 31a WpHG bestimmt.

Highlights

- Der Umsatz stieg in Q2 2014 erwartungsgemäß um 8,4% y/y. Der erneut deutliche Ergebnisrückgang fiel überwiegend erwartungsgemäß aus.
- Für das Geschäftsjahr 2014 geht euromicron weiterhin von einem Umsatzanstieg auf 340-360 Mio. Euro sowie von einer EBITDA-Marge von 6%-8% aus.

Geschäftsentwicklung

Der Umsatz stieg in Q2 2014 um 8,4% auf 82,1 (Vj.: 75,7) Mio. Euro und bewegte sich damit im Rahmen unserer Erwartung (83,0 Mio. Euro). Der Kernmarkt Deutschland stieg dabei um 3,2% auf 69,4 (Vj.: 67,2) Mio. Euro. Auch auf internationaler Ebene konnten die Erlöse zulegen (Euro-Zone: +2,5% y/y auf 7,5 Mio. Euro; Rest der Welt: +344,9% y/y auf 5,2 Mio. Euro). Im Vorquartal konnten noch nur die internationalen Märkte ein Wachstum verzeichnen, während das Deutschlandgeschäft stagnierte. Der Auftragseingang reduzierte sich in Q2 allerdings um 9,6% y/y auf 65,4 Mio. Euro. Auf Grund des starken Anstiegs in Q1 2014 konnte dieser jedoch im ersten Halbjahr (H1) 2014 immer noch signifikant um 6,0 y/y auf 164,1 Mio. Euro zulegen. Der Auftragsbestand bezifferte sich per 30.06.2014 auf 128,4 (31.03.2014: 145,1; 30.06.2013: 127,0) Mio. Euro. In H1 2014 kletterte der Konzernumsatz um 6,0% auf 162,2 (Vj.: 153,1) Mio. Euro.

	Umsatz		Veränderung	Umsatz		Veränderung
euromicron	**Q2 2013**	**Q2 2014**		**H1 2013**	**H1 2014**	
	in Mio. EUR	in Mio. EUR	gg. Vj.	in Mio. EUR	in Mio. EUR	gg. Vj.
Nord	29,09	29,22	0,4%	56,05	56,85	1,4%
Süd	32,13	32,49	1,1%	63,08	62,84	-0,4%
WAN Services	21,23	23,67	11,5%	42,36	48,28	14,0%
Intersegmentär	-6,70	-3,26	-	-8,40	-5,78	-
Konzern	**75,74**	**82,12**	**8,4%**	**153,09**	**162,19**	**6,0%**

Quelle: euromicron

Während das Vorquartal ergebnisseitig noch unsere Erwartungen durchweg enttäuscht hatte, konnten diese nun überwiegend erfüllt werden. Das EBITDA sank in Q2 2014 u.a. infolge von erneuten Integrationskosten erwartungsgemäß um 22,5% auf 5,6 (Vj.: 7,3; unsere Prognose: 5,5) Mio. Euro. Auch das EBIT sank deutlich um 37,6% auf 3,2 (Vj.: 5,1) Mio. Euro, konnte damit aber ebenfalls unsere Erwartung (3,2 Mio. Euro) erfüllen. Beim Nettoergebnis verzeichnete euromicron einen Rückgang um 47,0% auf 1,5 (Vj.: 2,8) Mio. Euro und verfehlte damit nur vergleichsweise moderat unsere Prognose (1,6 Mio. Euro). In H1 2014 sank das Nettoergebnis um 51,3% auf 2,5 (Vj.: 5,0) Mio. Euro. Die Nettoverschuldung (Unternehmensdefinition) bezifferte sich per Ende Juni 2014 auf 81,0 (31.03.2014: 70,2; 30.06.2013: 77,4) Mio. Euro.

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

euromicron	EBIT Q2 2013 in Mio. EUR	EBIT Q2 2014 in Mio. EUR	Veränderung gg. Vj.	EBIT H1 2013 in Mio. EUR	EBIT H1 2014 in Mio. EUR	Veränderung gg. Vj.
Nord	4,37	2,97	-32,1%	7,74	6,43	-16,9%
EBIT-Marge	*15,0%*	*10,2%*	*-4,8 PP*	*13,8%*	*11,3%*	*-2,5 PP*
Süd	1,07	0,38	-64,4%	1,93	-0,25	-
EBIT-Marge	*3,3%*	*1,2%*	*-2,1 PP*	*3,1%*	-	-
WAN Services	1,23	1,89	53,0%	2,39	2,85	19,1%
EBIT-Marge	*5,8%*	*8,0%*	*+2,2 PP*	*5,6%*	*5,9%*	*+0,3 PP*
euromicron AG	-1,56	-2,05	-	-2,84	-3,52	-
Konzern	**5,11**	**3,19**	**-37,6%**	**9,22**	**5,51**	**-40,2%**
EBIT-Marge	***6,7%***	***3,9%***	***-2,8 PP***	***6,0%***	***3,4%***	***-2,6 PP***

Quelle: euromicron PP: Prozentpunkte

Perspektiven

Nach dem aus unserer Sicht ergebnisseitig durchweg enttäuschenden ersten Quartal 2014 waren die Q2-Zahlen nun u.E. überwiegend erfreulich. Bei einer im Rahmen unserer Erwartungen liegenden Umsatz- und operativen Ergebnisentwicklung, verfehlte das Nettoergebnis nur vergleichsweise moderat unsere Prognose. Auch die deutlichen Gewinnrückgänge im Vorjahresvergleich sollten nicht überbewertet werden. Entscheidender ist aus unserer Sicht, dass euromicron in Q2 2014 seine Margen im Vergleich zum Vorquartal signifikant verbessern konnte (EBITDA-Marge: 6,8% (Q1 2014: 6,1%); EBIT-Marge: 3,9% (Vj.: 2,9%)). Wir erwarten, dass sich dieser Trend in der zweiten Jahreshälfte fortsetzen wird. Der Rückgang des Auftragseingangs in Q2 sollte zudem nur kurzfristiger Natur sein, denn das Unternehmen sowie auch wir gehen davon aus, dass sich das Wachstum hier in der zweiten Jahreshälfte noch einmal dynamischer zeigen wird als dies in H1 2014 (+6% y/y) der Fall gewesen ist.

Der Ausblick für das laufende Geschäftsjahr wurde - angesichts der Entwicklung in H1 2014 sowie vor dem Hintergrund einer im weiteren Jahresverlauf erwarteten stetig sinkenden Belastung durch Integrationskosten und ein weiterhin kontinuierliches operatives Wachstum in der zweiten Jahreshälfte vorausgesetzt - bestätigt. Das Unternehmen geht demnach weiterhin davon aus, im Geschäftsjahr 2014 einen Umsatzanstieg auf 340-360 (2013: 329,4; H1 2014: 45% bzw. 48% erfüllt) Mio. Euro sowie eine EBITDA-Marge von 6%-8% (2013: 4,4%; H1 2014: 6,5%) erreichen zu können. Wir gehen unverändert davon aus, dass euromicron diese Zielsetzung erreichen kann.

Unsere EpS-Prognosen belassen wir unverändert (2014e: 1,05 Euro; 2015e: 1,85 Euro). Ebenso bestätigen wir unser Kursziel von 15,00 Euro (Discounted-Cashflow-Modell). Die jüngst deutlich gestiegenen Unsicherheiten hinsichtlich der Konjunktur sowie am Aktienmarkt stehen derzeit u.E. noch einem deutlicheren Aufwärtspotenzial im Weg, weshalb wir unser Halten-Votum für die euromicron-Aktie trotz der erfreulichen Q2-Entwicklung und der zu erwartenden sukzessiven Verbesserung in der zweiten Jahreshälfte bestätigen.

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
- Full-Service Anbieter von Netzinfrastrukturlösungen - breite Kundendiversifikation hinsichtlich der Branchen - geringe Konjunkturabhängigkeit - langfristige Strategie - langjährige Kundenbeziehungen	- regional hohe Abhängigkeit von Deutschland - große Bedeutung des Projektgeschäfts (erhöhte Anzahl von Unsicherheitsfaktoren)
Chancen	**Risiken**
- notwendiger Ausbau der Breitbandnetze (Zielsetzung der Bundesregierung) erhöht Nachfrage nach Netzinfrastrukturlösungen - steigender Bedarf nach intelligenten und schnellen Netzwerktechnologien in der Energiebranche (Smart Grids), bei Sicherheitssystemen, in der Gesundheitsbranche, bei Verkehrssystemen (Verkehrsfluss und Verkehrssicherheit), im Büro und zu Hause - zunehmende Anzahl von Internetanwendungen, -Nutzern und -Endgeräten bzw. technologische Trends wie mobiles Internet, Cloud Computing und „Internet der Dinge" (Kommunikation von Geräten und Maschinen untereinander über das Internet) führen zu stetig steigenden Anforderungen an die Netzwerktechnologie - Ausbau der internationalen Aktivitäten	- hoher Geschäfts- und Firmenwert birgt erhöhtes Abschreibungsrisiko bei sich verschlechternder Geschäftsentwicklung - überdurchschnittliche Integrationsrisiken auf Grund der zahlreichen Übernahmen - Investitionszurückhaltung der Kunden

Quelle: Independent Research

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

euromicron
Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR (außer Ergebnis je Aktie und Dividende je Aktie)	2011	2012	2013	2014e	2015e
Umsatz	305,3	330,0	329,4	351,2	382,8
Rohertrag/Bruttoergebnis	142,9	161,6	158,1	172,1	187,6
EBITDA	30,8	25,0	14,4	25,0	33,7
Abschreibungen	-6,6	-7,9	-8,9	-10,3	-10,3
EBIT	24,2	17,1	5,5	14,7	23,4
Finanzergebnis	-6,4	-4,9	-3,8	-3,9	-4,6
EBT	17,9	12,2	1,7	10,8	18,8
Steuern	-5,0	-3,4	-2,5	-3,1	-5,2
Ergebnis nach Steuern	12,9	8,8	-0,8	7,8	13,6
Minderheitenanteile	-0,7	-0,3	-0,1	-0,2	-0,3
Nettoergebnis	12,2	8,6	-0,9	7,5	13,3
Anzahl Aktien (Mio. St.)	5,2	6,7	7,2	7,2	7,2
Ergebnis je Aktie	2,33	1,29	-0,12	1,05	1,85
Dividende je Aktie	1,15	0,30	0,00	0,30	0,30
in % vom Umsatz					
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertrag/Bruttoergebnis	46,8%	49,0%	48,0%	49,0%	49,0%
EBITDA	10,1%	7,6%	4,4%	7,1%	8,8%
Abschreibungen	2,1%	2,4%	2,7%	2,9%	2,7%
EBIT	7,9%	5,2%	1,7%	4,2%	6,1%
EBT	5,8%	3,7%	0,5%	3,1%	4,9%
Steuern	1,6%	1,0%	0,7%	0,9%	1,3%
Ergebnis nach Steuern	4,2%	2,7%	-0,2%	2,2%	3,6%
Nettoergebnis	4,0%	2,6%	-0,3%	2,1%	3,5%

Quelle: Independent Research; euromicron

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

euromicron
Bilanz- und Kapitalflussdaten

in Mio. EUR	2011	2012	2013	2014e	2015e
Bilanzsumme	265,2	283,9	328,9	341,9	354,7
Anlagevermögen	138,4	146,5	155,1	156,4	163,3
Geschäfts- und Firmenwert	103,6	106,4	113,5	113,5	124,9
Vorräte	25,1	27,5	28,0	29,9	32,5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	88,1	96,8	98,4	105,4	114,8
Liquide Mittel	7,3	5,4	38,8	41,6	35,4
Eigenkapital	120,0	119,0	122,6	130,3	141,8
Verzinsliches Fremdkapital	56,2	71,3	65,4	93,5	91,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	31,6	42,9	54,6	50,9	53,6
Summe Fremdkapital	145,1	164,8	206,3	211,5	212,9
Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit	0,5	7,0	39,4	-13,7	15,7
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-20,4	-13,3	-5,1	-11,6	-17,2
Free Cashflow	-19,9	-6,3	34,3	-25,3	-1,5
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	18,7	4,4	-0,9	28,1	-4,7
Summe der Cashflows	-1,3	-1,9	33,4	2,8	-6,2

Quelle: Independent Research; euromicron

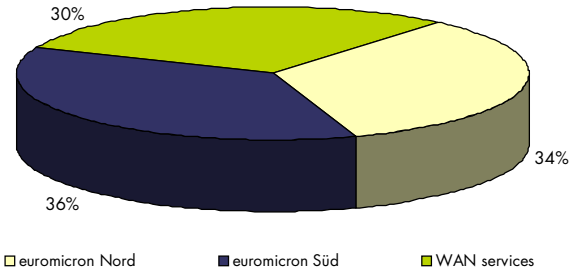
euromicron
Wichtige Kennzahlen

	2011	2012	2013	2014e	2015e
EV / Umsatz	0,5	0,6	0,4	0,5	0,5
EV / EBITDA	4,8	7,9	9,9	7,1	5,3
EV / EBIT	6,1	11,5	25,9	12,0	7,6
KGV	8,2	15,3	neg.	12,8	7,2
KBV	0,8	1,1	0,9	0,7	0,7
KCV	211,4	18,8	3,0	neg.	6,1
KUV	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3
Dividendenrendite	6,0%	1,5%	0,0%	2,2%	2,2%
Eigenkapitalrendite (ROE)	10,2%	7,2%	-0,7%	5,8%	9,4%
ROCE	11,0%	7,5%	2,4%	6,1%	9,1%
ROI	4,6%	3,0%	-0,3%	2,2%	3,7%
Eigenkapitalquote	45,3%	41,9%	37,3%	38,1%	40,0%
Anlagendeckungsgrad	86,7%	81,3%	79,1%	83,4%	86,9%
Anlagenintensität	52,2%	51,6%	47,2%	45,7%	46,0%
Vorräte / Umsatz	8,2%	8,3%	8,5%	8,5%	8,5%
Forderungen / Umsatz	28,8%	29,3%	29,9%	30,0%	30,0%
Working Capital-Quote	26,7%	24,7%	21,8%	24,0%	24,5%
Nettofinanzverschuldung (in Mio. EUR)	48,9	65,9	26,5	51,9	55,6
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	1,6	2,6	1,8	2,1	1,6
Capex / Umsatz	2,7%	3,3%	1,9%	3,3%	4,5%
Capex / Abschreibungen	125,6%	136,4%	71,7%	112,6%	166,7%
Free Cashflow / Umsatz	-6,5%	-1,9%	10,4%	-7,2%	-0,4%
Free Cash Flow / Aktie (EUR)	-3,80	-0,95	4,78	-3,53	-0,21
Nettofinanzverschuldung / Aktie (EUR)	9,32	9,89	3,70	7,23	7,74
Cash / Aktie (EUR)	1,39	0,81	5,41	5,80	4,94
Buchwert / Aktie (EUR)	22,87	17,86	17,08	18,16	19,76

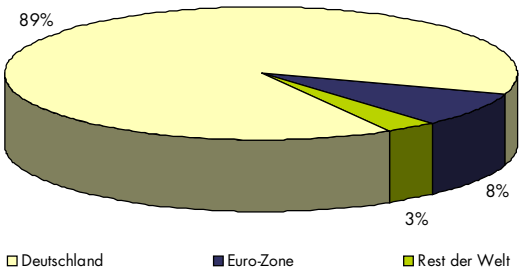
Quelle: Independent Research; euromicron

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

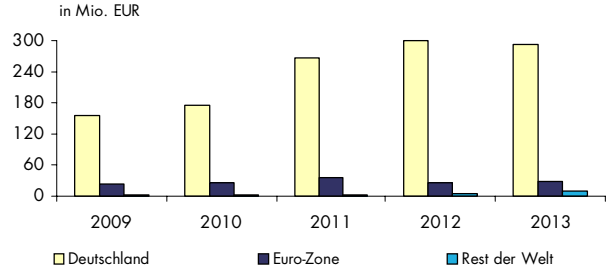
Umsatz nach Geschäftsfeldern (2013)



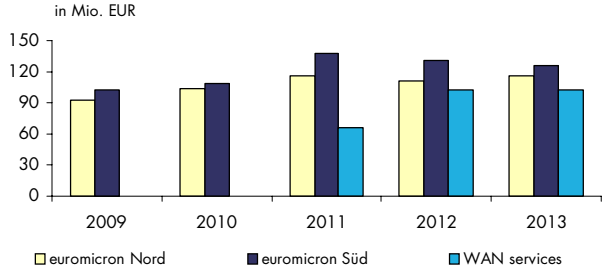
Umsatz nach Regionen (2013)



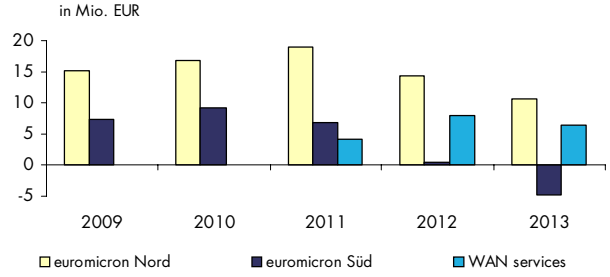
Umsatzentwicklung der Regionen



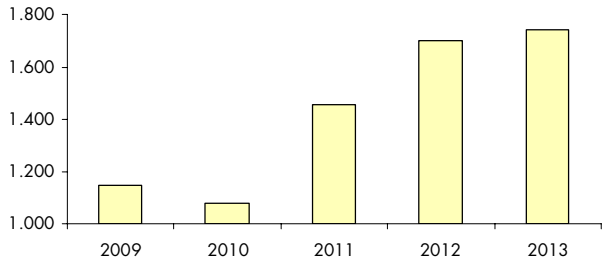
Umsatzentwicklung der Geschäftsfelder



EBIT-Entwicklung der Geschäftsfelder



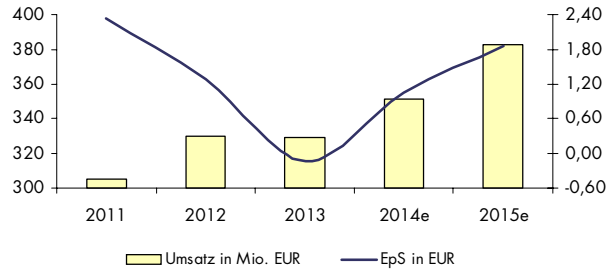
Mitarbeiter im Jahresdurchschnitt



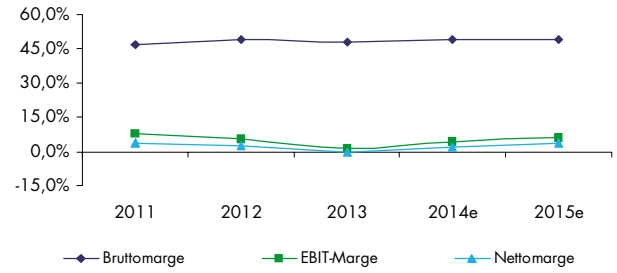
Quelle: Independent Research; euromicron

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

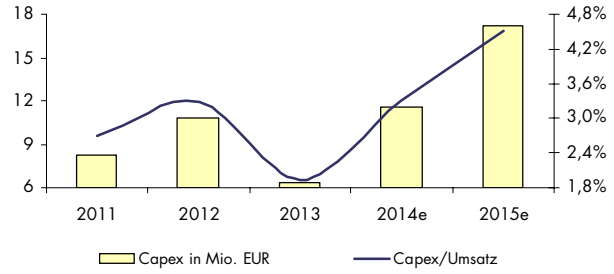
Umsatz und Ergebnis je Aktie



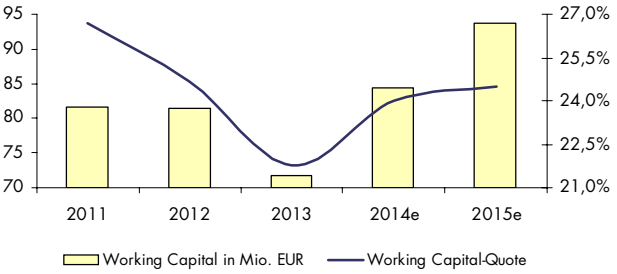
Margenübersicht



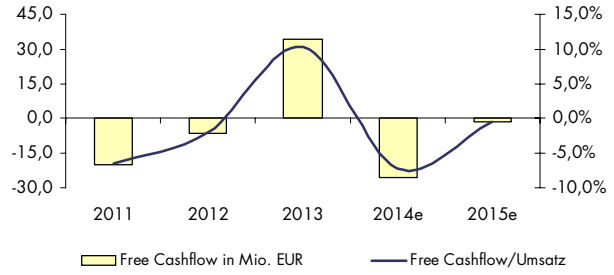
Capex



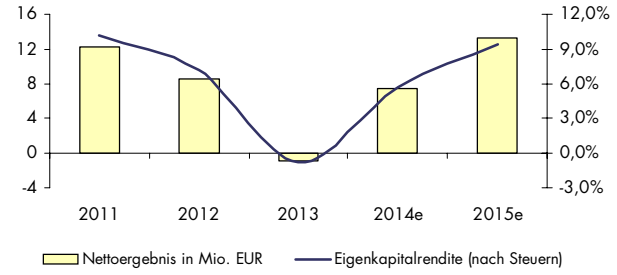
Working Capital



Free Cashflow



Eigenkapitalrendite



Quelle: Independent Research; euromicron

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Rechtliche Hinweise

Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten - **(Gültig ab dem 18.12.2009)**

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

Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten - **(Gültig bis zum 17.12.2009)**

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.

Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung

Wesentliche Informationsquellen

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

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.

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.

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

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 primär die Zugehörigkeit zu einem Index (DAX®, EuroStoxx 50℠ und Stoxx Europe 50℠). 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, wenn von der Independent Research GmbH als sinnvoll betrachtet, ein qualifizierter Kurzkommentar oder eine Studie verfasst. Dies erfolgt im Regelfall nach der Veröffentlichung von Unternehmenszahlen. 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.

Übersicht der Umvotierungen:

Eine Übersicht der Umvotierungen der letzten 12 Monaten befindet sich auf der Homepage von Independent Research GmbH unter www.irffm.de (http://irffm.de/images/stories/pdf/umvotierung.pdf).

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 der §§ 33 und 33b WpHG.

Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 08.08.2014 -

Mögliche Interessenkonflikte können mit folgenden, in diesem Research-Report genannten Emittenten existieren:

Emittent	**Interessenkonflikte**
-	-

Die Independent Research GmbH und/oder mit ihr verbundene Unternehmen:

1) **sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 1 Prozent beteiligt.**

2) **waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.**

3) **betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.**

4) **haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit dem Emittenten - der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse ist - oder dem Berater und/oder der beratenden Bank eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.**

5) **haben diese Finanzanalyse ohne den Bewertungs-/Prognosenteil vor der Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.**

6) **haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.**

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken. Dieses Dokument ist durch die Independent Research GmbH erstellt und zur Verteilung in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen mit Wohn- und/oder Gesellschaftssitz und/oder Niederlassungen im Ausland, vor allem in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Großbritannien oder Japan. Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Information und Materialien gelangen, haben sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese zu befolgen.

Dieses Dokument stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten dar. Mit der Erstellung dieser Informationen ist die Independent Research GmbH insbesondere nicht als Anlageberater oder aufgrund einer Vermögensbetreuungspflicht tätig. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere oder sonstiger Finanzinstrumente sollte auf der Grundlage eines individuellen Beratungsgesprächs und/oder eines Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen.

Das Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittentin bzw. Wertpapiere durch die Independent Research GmbH dar. Alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

Die Independent Research GmbH hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus als zuverlässig erachteten Quellen übernommen, ohne jedoch alle diese Informationen selbst zu verifizieren. Dementsprechend gibt die Independent Research GmbH keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der hierin enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Die Independent Research GmbH übernimmt keine Haftung für unmittelbare oder mittelbare Schäden, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

Die Informationen bzw. Meinungen und Aussagen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können aufgrund künftiger Entwicklungen überholt sein, ohne dass das Dokument geändert wurde. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Die steuerliche Behandlung von Finanzinstrumenten hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Investors ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein, die ggf. auch zurückwirken können.

Obgleich die Independent Research GmbH Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die Independent Research GmbH sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die Independent Research GmbH übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.

Stand: 08.08.2014

Independent Research GmbH
Friedrich-Ebert-Anlage 36
D-60325 Frankfurt am Main

Zuständige Aufsichtsbehörde:
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn
und
Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main

Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieses Dokuments

Independent Research

Westend Office
Friedrich-Ebert-Anlage 36
60325 Frankfurt am Main

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