

**Süss MicroTec AG \*5**

**Rating: KAUFEN**

**Kursziel: 4,24 €**

aktueller Kurs: 3,39 €

06.11.2009/XETRA

Währung: EUR

**Stammdaten:**

ISIN: DE0007226706

WKN: 722670

Börsenkürzel: SMH

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 17,019

Marketcap<sup>3</sup>: 57,69

EnterpriseValue<sup>3</sup>: 52,77

<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 69,4 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:

EQUINET AG

**Analysten:**

Felix Gode

[gode@gbc-ag.de](mailto:gode@gbc-ag.de)

Cosmin Filker

[filker@gbc-ag.de](mailto:filker@gbc-ag.de)

\*Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 12

**Unternehmensprofil**

Branche: Technologie

Fokus: Prozess- und Testlösungen für die Halbleiterindustrie

Mitarbeiter: 612 Stand: 30.9.2009

Gründung: 1949

Firmensitz: Garching bei München

Vorstand: Frank P. Averdung (CEO), Michael Knopp (CFO)



Die SÜSS MicroTec AG (SÜSS) ist einer der weltweit führenden Ausrüster für Prozess- und Testlösungen für die Chip- und Mikrosystemtechnikindustrie. Dabei ist das Unternehmen auf die Nischenmärkte LED, MEMS, Advanced Packaging und 3D-Integration spezialisiert. SÜSS untergliedert die von ihr angebotenen Lösungen dabei in vier Segmente: Lithografie, Substrat Bonder, Test Systeme und Sonstige. Der Bereich Sonstige spaltet sich dabei in die Produktgruppen Masken, Mikrooptik sowie C4NP auf. Das größte Segment des Unternehmens, die Lithografie, umfasst die Produktgruppen Mask Aligner und Coater. Dabei unterhält SÜSS Produktionsstandorte in Deutschland, den USA und der Schweiz. Der Vertrieb erfolgt sowohl über die Produktionsstandorte sowie zusätzliche Vertriebsstandorte in Frankreich und Großbritannien, als auch über 5 Vertriebsgesellschaften im asiatischen Raum. Derzeit beschäftigt das Unternehmen über 600 Mitarbeiter.

**Daten & Prognosen**

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009e	31.12.2010e
Umsatz	145,55	149,31	115,00	129,38
EBITDA	10,63	7,34	5,25	8,50
EBIT	5,96	-11,02	0,00	3,25
Jahresüberschuss	4,41	-13,87	-0,65	2,24

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,26	-0,82	-0,04	0,13
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,35	0,35	0,46	0,41
EV/EBITDA	4,73	7,19	10,05	6,21
EV/EBIT	8,44	-4,79	k.A.	16,24
KGV	13,10	neg.	neg.	25,76
KBV		0,64		

**Finanztermine:**

- Datum: Ereignis**  
 08.12.2009: VIII. MKK  
 30.03.2010: Geschäftsbericht 2009  
 23.06.2010: Hauptversammlung  
 05.08.2010: Halbjahresfinanzbericht 2010  
 04.11.2010: Neunmonatsbericht 2010

**\*\*letztes Research von GBC:**

- Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating**  
 27.7.2009: RS / 4,07 / KAUFEN  
 12.6.2009: RS / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;  
 \*\* oben aufgeführte Researchstudie kann unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

## Geschäftsentwicklung 9M 2009

In Mio. €	Q1 2009	Q2 2009	Q3 2009	Delta Q2/Q3	9M 2008	9M 2009	Delta
Auftrags- eingang	20,00	27,10	28,60	+5,5 %	111,20	75,70	-31,9 %
Umsatz	26,93	27,33	27,01	-1,2 %	104,26	81,27	-22,0 %
EBITDA	0,49	1,39	1,32	-5,1 %	0,42	3,20	+655,6 %
EBIT	-0,85	0,19	0,02	-92,3 %	-16,55	-0,64	n.A.
Perioden- ergebnis	-1,06	-0,05	-0,27	n.A.	-16,24	-1,37	n.A.

Quelle: SÜSS, GBC

### Entwicklung der Auftragseingänge

Auch im Q3 2009 wies die SÜSS MicroTec AG (SÜSS) weiter steigende Auftragseingänge aus. Nach 27,10 Mio. € im Q2, wurden diese nun im Q3 nochmals um 5,5 % auf 28,60 Mio. € gesteigert. Damit sind nun seit zwei Quartalen bereits wieder steigende Auftragseingänge zu verzeichnen.

Hintergrund der weiteren Belebung im Q3 ist die Fortsetzung der sich schon im Q2 angedeuteten Aufhellung der Orderaktivitäten bei asiatischen Produktionskunden, vor allem im Bereich Packaging. Entsprechend machte der Auftragseingang der asiatischen Kunden (ohne Japan) mit 16,2 Mio. € im Q3 den größten Anteil am Anstieg aus. Gegenüber dem Q2 entspricht dies einer Zunahme um nochmals 7,3 %. Auf Grund der sich belebenden Orderaktivitäten aus Asien konnte nach den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres gegenüber dem Vorjahr sogar eine Zunahme der Auftragseingänge aus dieser Region um 1,7 Mio. € auf 38,9 Mio. € verbucht werden, während die Regionen Europa, Nordamerika und Japan gegenüber dem vergleichbaren Vorjahreszeitraum noch rückläufige Entwicklungen aufweisen.

Insgesamt lagen die Auftragseingänge im Q3 erstmalig im laufenden GJ 2009 über den Quartalsumsätzen. Mit einem Auftragseingang von 5,5 % über den Umsatzerlösen, ergibt sich auf Quartalsbasis entsprechend ein Book-to-Bill-Ratio von 1,06. Hierbei machten sich insbesondere die Entwicklungen im Segment Lithografie bemerkbar, die von der wieder gesteigerten Investitionsbereitschaft der asiatischen Packaging-Kunden, insbesondere bei Coatern, profitierten. Aber auch im Segment Test Systeme konnte im Q3 ein gesteigerter Auftragseingang verzeichnet werden. Beide Bereiche wiesen im Q3 jeweils ein Book-to-Bill-Ratio von über 1 aus.

Gegenüber dem Vorjahreszeitraum blieben die Auftragseingänge in den ersten neun Monaten noch zurück. Nach 111,20 Mio. € im Vorjahreszeitraum beliefen sich diese in 2009 auf 75,70 Mio. € und lagen damit um 31,9 % niedriger. Einziges Segment mit einer positiven Abweichung gegenüber dem Vergleichszeitraum ist das Segment Substrat Bonder, das einen Zuwachs bei den Auftragseingängen in Höhe von 17,8 % auf 15,20 Mio. € verzeichnet. Der Anteil des Segments Substrat Bonder an den gesamten Auftragseingängen machte in den ersten neun Monaten 2009 bereits 20,1 % aus, nach 11,6 % im Vorjahreszeitraum. Hier macht sich die starke Fokussierung der letzten Quartale auf den Bereich 3D-Integration bemerkbar. Die zahlreichen allein in diesem Jahr abgeschlossenen Forschungskoperationen sowie Produktneuheiten, wie dem PA300PS 3D, einem Testsystem zur Prüfung dreidimensionaler Chipstrukturen, haben zu dieser positiven Entwicklung beigetragen. Die zunehmende Bedeutung der 3D-Integration und die Bedeutung der strategischen Fokussierung der SÜSS darauf, wird anhand dieser Entwicklung deutlich.

## Umsatzerlösentwicklung

Konzernweit blieben die Umsatzerlöse in den ersten neun Monaten des GJ 2009 mit 81,27 Mio. € rund 22,0 % hinter dem Vorjahreswert von 104,26 Mio. € zurück. Die allgemeine konjunkturelle Schwäche macht sich in dieser Entwicklung bemerkbar. Auch im Q3 war gegenüber dem Vorjahresquartal noch ein verminderter Umsatz um 22,0 % zu verzeichnen. Dennoch gelang es der SÜSS die Umsatzerlöse in den vergangenen drei Quartalen auf einem stabilen Niveau zu halten und über die Quartale zu glätten. Im Q3 lagen die Umsätze mit 27,01 Mio. € nahe der im Q1 und Q2 erzielten Größenordnung von 26,93 Mio. €, respektive 27,33 Mio. €.

Auf den Neunmonatszeitraum 2009 betrachtet, entwickelte sich insbesondere das Segment Substrat Bonder sehr erfreulich. Als einziges Segment konnte hier ein Umsatzniveau über dem Vorjahreswert erreicht werden. Der in den ersten neun Monaten 2008 erzielte Umsatzwert im Segment Substrat Bonder in Höhe von 11,01 Mio. € wurde in 2009 um 29,1 % auf 14,21 Mio. € verbessert. Wie auch bei den Auftragseingängen wird auch bei den Umsatzerlösen die steigende Bedeutung der 3D-Integration deutlich.

Auch wenn die in 2009 bislang erzielten Umsatzerlöse im Bereich 3D-Integration noch hauptsächlich mit Forschungskunden erzielt werden, ist in den kommenden Quartalen mit einem sukzessiven Anstieg der Umsätze auch mit Produktionskunden zu rechnen. Die frühzeitige Positionierung in diesem Bereich, als auch die intensive Produktentwicklung sollten sich daher auch zukünftig positiv bemerkbar machen. Die zunehmende Bedeutung für die SÜSS ist bereits jetzt am Umsatzanteil des Segments erkennbar. Umsätze mit Substrat Bondern machten in den ersten neun Monaten 2009 rund 17,5 % der Umsatzerlöse aus, nach 10,6 % im Vorjahresvergleich.

## Ergebnisentwicklung

Die Rohertragsmarge lag in den ersten neun Monaten 2009 mit 38,4 % leicht unter dem um Sondereffekte bereinigten Wert von 39,5 % in 2009. Dies ist insbesondere auf die Entwicklung im Q3 zurückzuführen gewesen, in dem sich ein veränderter Produktmix zeigte. Das traditionell margenstärkste Segment Lithografie steuerte im Q3 nur einen Umsatzbeitrag von 62,4 % bei, wohingegen sich dieser im Q2 noch auf 69,9 % belief. Dagegen zeigte sich der Umsatzanteil der Segmente Substrat Bonder und Test Systeme erhöht.

Weitere Kostenreduzierungen im Q3, vor allem im Bereich der Verwaltungskosten, haben trotz des niedrigeren Rohergebnisses zu einem stabilen EBIT im Vergleich zum Vorquartal geführt. Nach einem EBITDA von 1,39 Mio. € im Q2, belief sich dieses im Q3 auf 1,32 Mio. €, was einer EBITDA-Marge von 4,9 % entspricht. Die EBITDA-Marge hat damit auf Quartalsebene bereits wieder das 2008er Niveau erreicht. Auf den Neun-Monatszeitraum bezogen wurde das EBITDA von 0,42 Mio. € auf 3,20 Mio. € gesteigert. Dabei ist zu berücksichtigen, dass das EBITDA im Vorjahr durch Sonderbelastungen geprägt war und sich ohne diese auf knapp 6,30 Mio. € belaufen hätte.

Wie schon in den Vorquartalen lieferte das Segment Lithografie auch im Q3 den stärksten Ergebnisbeitrag. Mit einem Segment-EBIT von 2,45 Mio. € war die Lithografie darüber hinaus der einzige Geschäftsbereich, der ein positives EBIT aufwies. Über den gesamten Neun-Monatszeitraum gesehen lag das EBIT im Segment Lithografie bei 6,95 Mio. €, was einer Marge von 13,1 % entspricht.

Über alle Segmente hinweg bewegte sich das EBIT nach neun Monaten bei –0,64 Mio. €, nach um Sondereffekte bereinigten 1,75 Mio. € im Vorjahreszeitraum.

Das Finanzergebnis konnte, wie schon in den Vorquartalen, auch im Q3 ausgeglichen gehalten werden. Die Aufstockung der Wertpapierbestände im Berichtszeitraum (Unternehmens- und Staatsanleihen mit fixem Zinscoupon) um 5,2 Mio. € trägt dazu bei, dass die Zinszahlungen für das Schuldscheindarlehen über 9 Mio. € zu einem großen Teil kompensiert werden. Die Veränderung des Zinsergebnisses von –0,33 Mio. € im Vorjahreszeitraum auf nunmehr 0,01 Mio. € rührt zudem aus der Umstellung der Bilanzierung von Zinsswaps. Durch die Anwendung von Hedge Accounting seit diesem GJ, werden die Marktwertänderungen nicht mehr in der Gewinn- und Verlustrechnung erfasst, sondern über das kumulierte übrige Eigenkapital gebucht.

Auf Grund eines Steueraufwandes in Höhe von 0,77 Mio. € belief sich das Periodenergebnis in den ersten neun Monaten 2009 auf –1,37 Mio. €, nach –16,24 Mio. € im Vorjahr. Der Steueraufwand fiel trotz des negativen Vorsteuerergebnisses an, da auf Verluste ausländischer Töchter keine latenten Steuern angesetzt wurden. Auch die Auflösung aktiver latenter Steuern profitabler Einheiten wirkte sich Steueraufwand erhöhend aus.

### **Bilanzielle und finanzielle Situation**

Die finanzielle Situation der SÜSS wurde auch im Q3 weiter verbessert. Der operative Cashflow belief sich im Q3 auf 2,07 Mio. € und summiert sich in den ersten 9M damit auf 8,50 Mio. €. Im Vorjahreszeitraum wurde ein Cashabfluss aus dem operativen Geschäft von –0,52 Mio. € verzeichnet. Ein wesentlicher Faktor bei dieser positiven Entwicklung war die starke Reduktion der Forderungen von 23,14 Mio. € zum 31.12.2009 auf 11,05 Mio. € zum Stichtag 30.09.2009. Zugleich wurden die Investitionen in Sachanlagevermögen gegenüber dem Vorjahreszeitraum stark gesenkt, was dazu führte, dass sich der Clean-Free-Cashflow (Free-Cashflow bereinigt um Netto-Wertpapiererwerbe) auf 5,64 Mio. € belief.

Die freien Mittel wurden vor allem dazu verwendet, um bestehende Kontokorrentlinien zurückzuführen. Insgesamt wurden die Finanzverbindlichkeiten um 4,81 Mio. € gesenkt.

Folglich verbesserte sich die Nettocash-Situation der Gesellschaft auch im Q3 weiter. Nach einem Nettocash-Bestand von 13,84 Mio. € zum Halbjahr, betrug diese Position zum 30.09. nun 15,31 Mio. €. Gegenüber dem Geschäftsjahresende 2008 wurde somit eine Verbesserung der Nettocash-Position um 5,90 Mio. € erreicht. Auch die Eigenkapitalquote erhöhte sich gegenüber dem GJ-Ende um 5,1 Prozentpunkte auf nunmehr 64,1 %.

Insgesamt hat sich damit an der soliden bilanziellen Situation der SÜSS auch im Q3 nichts geändert. Vielmehr wurde die komfortable Liquiditätssituation weiter ausgebaut und verzinsliche Verbindlichkeiten zurückgeführt. Weitere Risiken aus Abschreibungen auf Goodwill und aktivierte Eigenleistungen sehen wir inzwischen als sehr unwahrscheinlich an. Ein Großteil des Goodwills und der aktivierten Eigenleistungen bezieht sich auf das profitable Segment Lithografie. Ein kleinerer Teil der Eigenleistungen entfällt auf das Segment Test Systeme, das im Q3 jedoch steigende Auftragseingänge und Umsatzerlöse aufwies.

## Prognose und Modellannahmen

In Mio. €	2009e (alt)	2009e (neu)	2010e (alt)	2010e (neu)
<b>Umsatz</b>	115,00	115,00	129,38	129,38
<b>EBITDA</b>	5,00	5,25	7,99	8,50
<b>EBITDA-Marge</b>	4,35 %	4,57 %	6,18 %	6,57 %
<b>EBIT</b>	-0,50	0,00	2,49	3,25
<b>EBIT-Marge</b>	-0,43 %	0,00 %	1,93 %	2,51 %
<b>Periodenergebnis (nach Anteilen Dritter)</b>	-1,43	-0,65	1,67	2,24

Quelle: GBC

### Umsatzprognosen

Unsere bisherige Umsatzschätzung liegt bei einer Prognose von 115 Mio. €. Im Rahmen der Veröffentlichung des Neun-Monatsberichts konkretisierte der Vorstand der SÜSS die Umsatzprognose für das laufende Geschäftsjahr 2009 auf 115 Mio. €. Daher behalten wir unsere bisherige Umsatzprognose auch weiterhin bei. Damit wird im Q4 ein Umsatzbeitrag von rund 33,73 Mio. € erwartet, der damit deutlich über dem der Vorquartale läge. Traditionell ist das Q4 das umsatzstärkste Quartal der SÜSS. Auch für 2010 bestätigen wir unsere Umsatzprognosen in Höhe von 129,38 Mio. €. Neben der erwarteten allgemeinen konjunkturellen Erholung, sollten vor allem steigende Umsatzbeiträge aus dem Bereich Substrat Bonder generiert werden können. Während diese zunächst noch hauptsächlich mit Kunden aus dem Forschungsbereich getätigt werden, sollten über die kommenden Quartale hinweg mehr und mehr auch Produktionskunden hinzukommen. Die zuletzt eingegangenen Forschungsk Kooperationen im 3D-Bereich sollten sich dabei unterstützend auswirken. Maßgebliche Einflüsse erwarten wir aus dem 3D-Bereich jedoch erst in den folgenden Jahren 2011 und 2012.

### Ergebnisprognosen

Die Rotertragsmarge wird erwartungsgemäß auch im Q4 unter dem Niveau von 40 % liegen. Ein wesentlicher Grund hierfür ist die erwartete Auslieferung der verbleibenden im Q4 2009 zu liefernden C4NP-Anlagen an IBM, mit einem Gesamtvolumen von über 3 Mio. €, woraus der SÜSS kein positiver Ergebnisbeitrag entstehen wird. Daher gehen wir davon aus, dass sich die Rotertragsmarge zum Gesamtjahr 2009 auf 37,5 % belaufen wird. Damit korrigieren wir unsere bisherige Erwartung von 40,0 %.

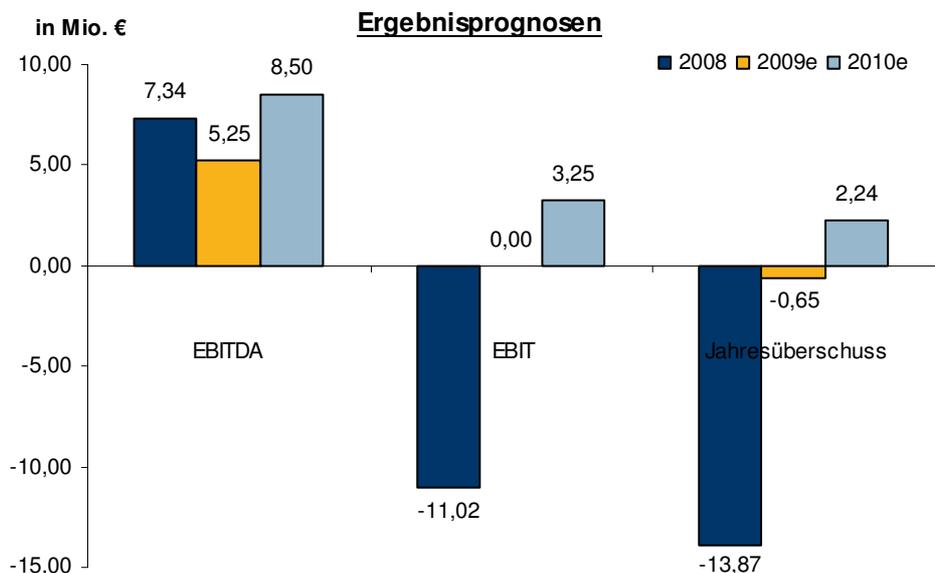
Auf der Anderen Seite wurden auf Grund der im Q4 2008 und Q1 2009 ergriffenen Kostensenkungsmaßnahmen die Betriebskosten im Jahresverlauf stark reduziert. Bei den erwartet stärkeren Umsatzerlösen im Q4 wird die optimierte Kostenstruktur zum tragen kommen und sollte zu einem deutlich höheren Ergebnisbeitrag als in den Vorquartalen führen. Im Rahmen der Veröffentlichung der Q3-Zahlen konkretisierte der Vorstand auch die Ergebniserwartung und geht nun davon aus zum Ende des Geschäftsjahres 2009 ein ausgeglichenes EBIT zu erreichen. Unter der Annahme des Erreichens der Gewinnschwelle ist im Q4 demnach ein EBIT von ca. 0,64 Mio. € zu erwarten. Entsprechend der verbesserten Umsatz- und Ergebnissituation im Q4 heben wir unsere bisherigen Ergebnisprognosen an. Nach einer EBIT-Schätzung von -0,50 Mio. €, gehen wir nun davon aus, dass auf der operativen Ebene die Gewinnschwelle erreicht werden wird.

Beim Periodenüberschuss nehmen wir in der Folge ebenfalls eine Anpassung nach oben vor. Nachdem wir bisher einen Jahresüberschuss von  $-1,43$  Mio. € erwartet haben, passen wir diese Prognose nun entsprechend dem EBIT nach oben auf  $-0,65$  Mio. € an.

Von einem positiven Jahresüberschuss gehen wir im Geschäftsjahr 2009 noch nicht aus. Zwar sollte sich die Zinsbelastung auf Grund der veränderten Bilanzierung der Zinsswaps und der Aufstockung der verzinslichen Finanzanlagen, bei gleichzeitigem Abbau von verzinslichen Finanzverbindlichkeiten, gegenüber dem Vorjahr deutlich reduzieren. Jedoch wird sich die Steuerbelastung auch zum Gesamtjahr trotz eines leicht negativen Vorsteuerergebnisses auf einem vergleichsweise hohem Niveau bewegen.

Für das Geschäftsjahr 2010 erwarten wir keine vergleichbaren die Rohmarke mindernden Effekte wie in 2009, wie etwa den negativen Ergebnisbeitrag aus dem inzwischen abgeschlossenen C4NP-Projekt. Daher gehen wir davon aus, dass dann wieder Niveaus von rund 40 % erreicht werden können.

Die optimierte Kostenstruktur sollte sich auch im GJ 2010 positiv auf die Margensituation auswirken. Im Zusammenwirken mit einer erwarteten Belegung der Umsatzerlöse gehen wir daher weiterhin von einer signifikanten Ergebnisverbesserung in 2010 aus. Unsere ursprüngliche EBIT-Schätzung von  $2,49$  Mio. € heben wir zudem leicht auf  $3,25$  Mio. € an. Die EBIT-Marge sollte sich entsprechend auf einem Niveau von  $2,51$  % bewegen. Netto erwarten wir für 2010 ein Ergebnis von  $2,24$  Mio. € (bisher:  $1,67$  Mio. €).



Quelle: GBC

## Bewertung

### DCF Bewertung

#### Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der SÜSS MicroTec AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 3,25 % (bisher: 3,00 %).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,205.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,88 % (zuvor: 9,63 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,88 %.

<b>Kapitalkosten</b>	
Eigenkapitalkosten	9,88 %
Gewicht in %	100,00 %
Fremdkapitalkosten	6,00 %
Gewicht in %	0,00 %
Taxshield in %	24,99 %
<b>WACC</b>	<b>9,88 %</b>

### Discounted Cashflow-Modell

Die SÜSS MicroTec AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2009 und 2010 in Phase 1 (siehe Seiten 4-5), erfolgt von 2011 bis 2016 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 10,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2%.

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,88 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2010 entspricht als **Kursziel 4,24 € (bisher: 4,07 €)**.

## SÜSS MicroTec AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

### Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	10,0%	ewige EBITA - Marge	6,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	27,6%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	33,2%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	
Umsatz (US)	115,00	129,38	135,84	142,64	149,77	157,26	165,12	173,37	
US Veränderung	-23,0%	12,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	6,30	6,81	6,79	6,41	6,66	6,91	7,18	7,46	
EBITDA	5,25	8,50	13,58	14,26	14,98	15,73	16,51	17,34	
EBITDA-Marge	4,6%	6,6%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
EBITA	0,00	3,25	8,33	8,74	8,83	9,51	10,23	10,98	
EBITA-Marge	0,0%	2,5%	6,1%	6,1%	5,9%	6,0%	6,2%	6,3%	6,3%
Steuern auf EBITA	0,00	-0,81	-2,08	-2,62	-2,65	-2,85	-3,07	-3,29	
zu EBITA	-866,7%	25,0%	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	0,00	2,44	6,25	6,12	6,18	6,66	7,16	7,69	
Kapitalrendite	0,0%	4,2%	10,1%	9,4%	8,9%	9,2%	9,5%	9,9%	9,7%
Working Capital (WC)	40,00	43,00	45,15	47,41	49,78	52,27	54,89	57,63	
WC zu Umsatz	34,8%	33,2%	33,2%	33,2%	33,2%	33,2%	33,2%	33,2%	
Investitionen in WC	7,15	-3,00	-2,15	-2,26	-2,37	-2,49	-2,61	-2,74	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	18,25	19,00	20,00	22,25	22,50	22,75	23,00	23,25	
AFA auf OAV	-5,25	-5,25	-5,25	-5,53	-6,15	-6,22	-6,29	-6,35	
AFA zu OAV	28,8%	27,6%	27,6%	27,6%	27,6%	27,6%	27,6%	27,6%	
Investitionen in OAV	-2,97	-6,00	-6,25	-7,78	-6,40	-6,47	-6,54	-6,60	
Investiertes Kapital	58,25	62,00	65,15	69,66	72,28	75,02	77,89	80,88	
EBITDA	5,25	8,50	13,58	14,26	14,98	15,73	16,51	17,34	
Steuern auf EBITA	0,00	-0,81	-2,08	-2,62	-2,65	-2,85	-3,07	-3,29	
Investitionen gesamt	4,18	-9,00	-8,40	-10,03	-8,77	-8,96	-9,15	-9,35	
Investitionen in OAV	-2,97	-6,00	-6,25	-7,78	-6,40	-6,47	-6,54	-6,60	
Investitionen in WC	7,15	-3,00	-2,15	-2,26	-2,37	-2,49	-2,61	-2,74	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	9,43	-1,31	3,10	1,61	3,56	3,92	4,29	4,69	78,92
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	53,15	59,71							
Barwert expliziter FCFs	12,34	14,87							
Barwert des Continuing Value	40,81	44,84							
Nettoschulden (Net debt)	-14,53	-12,96							
Barwert aller Optionsrechte	-0,23	-0,25							
Wert des Eigenkapitals	67,44	72,42							
Fremde Gewinnanteile	-0,27	-0,29							
Wert des Aktienkapitals	67,17	72,13							
Ausstehende Aktien in Mio.	17,019	17,019							
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,95	4,24							

### Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,21
Eigenkapitalkosten	9,9%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	6,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
<b>WACC</b>	<b>9,9%</b>

### Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	8,9%	9,4%	9,9%	10,4%	10,9%
7,7%	3,96	3,74	3,55	3,39	3,24
8,7%	4,38	4,12	3,90	3,70	3,53
9,7%	4,79	4,49	4,24	4,01	3,82
10,7%	5,21	4,87	4,58	4,33	4,11
11,7%	5,62	5,25	4,92	4,64	4,39

## **Fazit**

Die Geschäftsentwicklung der SÜSS MicroTec AG (SÜSS) verlief auch im Q3 2009 zufriedenstellend. So konnten die Umsatzerlöse auch im dritten Quartal im Vergleich zu den beiden Vorquartalen stabil gehalten werden. Vor allem bei den asiatischen Produktionskunden hat sich die schon im Q2 angedeutete Auflösung des Investitionsstaus weiter fortgesetzt. Dies hat sich auch in den Auftragseingängen gezeigt, die im Bereich Asien (ohne Japan) im Neunmonatsvergleich sogar eine Steigerung gegenüber dem Vorjahreszeitraum in Höhe von 4,6 % verzeichnen konnten.

Die einzelnen Segmente betrachtet, entwickelte sich vor allem der Bereich Substrat Bonder besonders erfreulich. Hier konnte gegenüber den ersten neun Monaten 2008 sogar eine Steigerung der Auftragseingänge um 17,8 % erreicht werden. Auch die Umsatzerlöse kletterten im Zeitraumvergleich deutlich an. Nach 11,01 Mio. € im Vorjahr, wurden in 2009 14,21 Mio. € in diesem Segment erwirtschaftet. Das Ergebnis in diesem Segment fiel jedoch mit -1,78 Mio. € noch negativ aus. Der Hintergrund des noch negativen Ergebnisses ist im Zusammenhang mit der verstärkten Konzentration auf den Bereich 3D-Integration zu sehen. Auf diesen Bereich wurde im Laufe des Jahres ein verstärkter Fokus gelegt und mehrere Entwicklungskooperationen geschlossen. Die Bedeutung der 3D-Integration sollte in den kommenden Jahren stark zunehmen. Daher wird momentan die Mehrheit der Umsatzerlöse im Segment Substrat Bonder noch mit Forschungskunden erzielt. In den kommenden Jahren sollten jedoch zunehmend auch Produktionskunden zu den Umsatzerlösen beitragen. Den wesentlichen Ergebnisbeitrag zum Konzernergebnis lieferte auch im bisherigen Jahresverlauf das Segment Lithografie. Mit einem Segment-EBIT in Höhe von 6,95 Mio. € beläuft sich die EBIT-Marge hier sogar auf 13,2 %.

Insgesamt fiel das EBIT in den ersten neun Monaten 2009 mit -0,60 Mio. € noch leicht negativ aus. Für das Gesamtjahr stellte das Management jedoch im Rahmen der Veröffentlichung des Neun-Monatsberichtes ein ausgeglichenes EBIT in Aussicht. Die Umsatzerlöse sollten dabei auf einem Niveau von 115 Mio. € liegen.

Unsere bisherige Umsatzschätzung von 115 Mio. € belassen wir daher unverändert, passen aber unsere EBIT-Erwartung für 2009 nach oben an. Nach einer EBIT-Erwartung von zuvor -0,50 Mio. € gehen wir nun davon aus, dass die Gewinnschwelle erreicht werden wird.

Auch für 2010 nehmen wir die Ergebnisprognosen leicht nach oben. Die im Jahresverlauf eingeleiteten und umgesetzten Kostensenkungsmaßnahmen sollten sich auch im GJ 2010 bemerkbar machen, bei einem gleichzeitig höher erwarteten Umsatzniveau. Entsprechend sollten die Ergebnisse gegenüber 2009 signifikant besser ausfallen. So erwarten wir beim EBIT eine Größenordnung von 3,25 Mio. €, was einer Marge von 2,5 % entspricht.

Unsere fundamentale Einschätzung zu der Aktie der SÜSS MicroTec AG bleibt indes unverändert positiv. Weiterhin erachten wir die momentane Bewertung als zu günstig. Dies indiziert unter anderem das Kurs-Buchwert-Verhältnis von lediglich 0,7. Das Kursziel für die Aktie der SÜSS heben wir im Zuge der moderaten Anhebung der Erwartungen ebenfalls an. Nach zuvor 4,07 € sehen wir das Kursziel nun bei 4,24 €. Das Rating KAUFEN wird damit bestätigt.

# Anhang

## §1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwendet, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

*Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:*

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

**Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

**§ 2 (I) Aktualisierung:**

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

**§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

**Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:**

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$ .
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$ .
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$ .

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

**§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

**§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:**

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)**

**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de**.

**§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

**Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:**

**Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Finanzanalyst**

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst**

**§ 3 Urheberrechte**

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0  
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)



GBC AG<sup>®</sup>  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

GBC AG  
Halderstraße 27  
86150 Augsburg  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>  
Fax: ++49 (0)821/241133-30  
Tel.: ++49 (0)821/241133-0  
Email: [office@gbc-ag.de](mailto:office@gbc-ag.de)