



Researchstudie (Anno)

euromicron
Aktiengesellschaft

**Neue Rekorde bei Umsatz und Ergebnis in 2010 -
Wachstumskurs setzt sich in 2011 fort**

Kursziel: 29,04 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite II

Fertigstellung: 9.5.2011

Erstveröffentlichung: 10.5.2011

Kaufen

Kursziel: 29,04

aktueller Kurs: 20,30
3.5.2011 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005660005

WKN: 566000

Börsenkürzel: EUC

Aktienanzahl³: 5,126

Marketcap³: 104,03
EnterpriseValue³: 155,56
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 83,6 %

Transparenzlevel:
Prime Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
CBS

Analysten:

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite IV

euromicron AG ^{*5,7}

Unternehmensprofil

Branche: Technologie

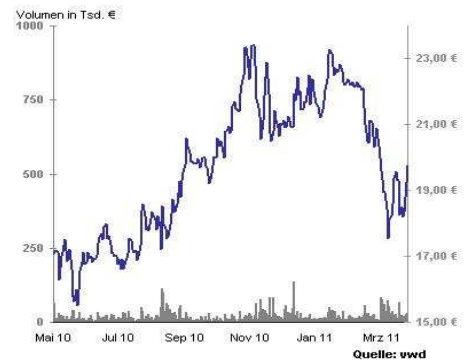
Fokus: Netzwerk- und
Lichtleiterwellentechnologie

Mitarbeiter: 1081 Stand: 31.12.2010

Gründung: 1998

Firmensitz: Frankfurt am Main

Vorstand: Dr. Willibald Späth, Thomas
Hoffmann



Die euromicron AG ist ein Komplett-Lösungsanbieter für Kommunikations-, Daten- und Sicherheitsnetzwerke. Die Netzwerk-Infrastrukturen von euromicron integrieren Sprach-, Bild- und Datenübertragungen drahtlos, über Kupferkabel und mittels Glasfasertechnologien. Auf diesen Netzwerk-Infrastrukturen baut die euromicron ihre marktführenden Applikationen wie E-Health-, Sicherheits- Kontroll- oder Überwachungssysteme auf. Die euromicron Gruppe besteht neben der euromicron AG als Muttergesellschaft noch aus weiteren 13 Unternehmen, die in den Konzernabschluss einbezogen werden. Den überwiegenden Teil ihres Umsatzes erzielt die Gruppe in Deutschland. Die Geschäftstätigkeit untergliedert sich in die drei Geschäftsbereiche Projekte & Systeme, Komponenten & Konfektionierung sowie Distribution & Dienstleistung.

Daten & Prognosen

| GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende | 31.12.2009 | 31.12.2010 | 31.12.2011e | 31.12.2012e |
|----------------------------|------------|------------|-------------|-------------|
| Umsatz | 179,61 | 203,64 | 230,00 | 245,00 |
| EBITDA | 19,89 | 24,73 | 27,15 | 29,54 |
| EBIT | 16,37 | 20,13 | 22,35 | 24,64 |
| Jahresüberschuss | 9,78 | 11,46 | 13,05 | 14,65 |

| Kennzahlen in EUR | | | | |
|--------------------|------|------|------|------|
| Gewinn je Aktie | 2,17 | 2,38 | 2,54 | 2,86 |
| Dividende je Aktie | 1,00 | 1,10 | 1,20 | 1,30 |

| Kennzahlen | | | | |
|------------|-------|------|------|------|
| EV/Umsatz | 0,90 | 0,76 | 0,68 | 0,63 |
| EV/EBITDA | 8,15 | 6,29 | 5,73 | 5,27 |
| EV/EBIT | 9,90 | 7,73 | 6,96 | 6,31 |
| KGV | 10,64 | 9,08 | 7,97 | 7,10 |
| KBV | | 1,17 | | |

Finanztermine:

Datum: Ereignis
11.05.2011: XI. MKK
13.05.2011: Veröffentlichung Q1-Bericht
09.06.2011: Hauptversammlung
12.08.2011: Veröffentlichung HJ-Bericht
11.11.2011: Veröffentlichung 9M-Bericht

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating
7.12.2010: RG / 28,93 / KAUFEN
20.10.2010: RS / 28,93 / KAUFEN

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

Inhaltsangabe

Unternehmen

| | |
|------------------------|---|
| Organigramm..... | 1 |
| Aktionärsstruktur..... | 1 |

Unternehmensentwicklung & Prognose

| | |
|--|---|
| Zahlen im Überblick..... | 2 |
| Geschäftsentwicklung 2010..... | 3 |
| Umsatzentwicklung..... | 3 |
| Ergebnisentwicklung..... | 4 |
| Bilanzielle und finanzielle Situation..... | 5 |
| SWOT-Analyse..... | 6 |
| Prognose und Modellannahmen..... | 7 |

Bewertung/ Fazit

| | |
|-----------------------------------|----|
| DCF-Bewertung..... | 9 |
| Modellannahmen..... | 9 |
| Bestimmung der Kapitalkosten..... | 9 |
| Bewertungsergebnis..... | 9 |
| DCF-Betrachtung..... | 10 |
| Fazit | 11 |












Anhang

| | |
|--|----|
| Disclaimer und Haftungsausschluss | II |
| Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG..... | IV |

Unternehmen

Organigramm

Das nachstehende Schaubild gibt einen Überblick über die Konzernstruktur, die Segmente und Kompetenzbereiche der euromicron-Gruppe:

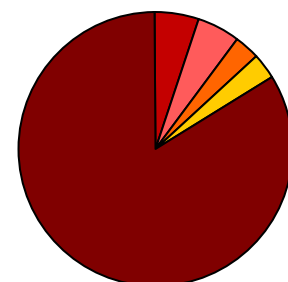
|  | | | |
|---|--|--|--|
| | | Berichtssegmente | |
| | | Segment Nord | Segment Süd |
| euromicron Distribution | <ul style="list-style-type: none"> • Aktive und passive Netzwerkkomponenten aus dem weltweiten Angebot • Verkabelungssysteme mit bester Performance • Beratung, Training, Netzwerkanalyse, Services | |   |
| euromicron Solutions | <ul style="list-style-type: none"> • Sprach-, Daten- und Videokommunikation, konvergierende Systeme • Komplettlösungen für vernetztes Arbeiten und Leben • Optische, drahtgebundene und drahtlose Netzwerke • Analyse, Planung, Implementierung, Wartung und Service |   |   |
| euromicron Components | <ul style="list-style-type: none"> • Optische und hybride Verbinder, Kabelsysteme Konfektionierungen und Switches • Vernetzte Arbeitsplatzsysteme, Prüf- und Testeinrichtungen • Leitstände, Monitoring-Stationen • Individuelle Produktlösungen |    |  |
| euromicron International Services | Strategische und übergreifende operative Aufgaben | | |

Quelle: GBC, euromicron

Aktionärsstruktur

| Anteilseigner | 30.4.2011 |
|--------------------------|-----------|
| Allianz Global Investors | 5,18 |
| Universal Investment | 4,96 |
| Union Investment | 3,21 |
| LBBW Asset Management | 3,05 |
| Streubesitz | 83,60 |

Aktionärsstruktur (in %)



Quelle: GBC, euromicron

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

| GuV (in Mio. €) | GJ 2009 | in % vom Umsatz | GJ 2010 | in % vom Umsatz | GJ 2011e | in % vom Umsatz | GJ 2012e | in % vom Umsatz |
|--------------------------------------|---------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------|
| Umsatzerlöse | 179,605 | 100,00% | 203,643 | 100,00% | 230,000 | 99,57% | 245,000 | 100,00% |
| Bestandsveränderungen | -6,882 | -3,95% | 1,211 | 0,59% | 0,000 | 0,00% | 0,000 | 0,00% |
| aktivierte Eigenleistungen | 1,702 | 0,98% | 1,521 | 0,74% | 1,000 | 0,43% | 0,000 | 0,00% |
| sonst. betriebliche Erträge | 2,101 | 1,20% | 4,476 | 2,17% | 3,200 | 1,39% | 3,200 | 1,31% |
| Materialkosten | -85,975 | -49,29% | -107,317 | -52,00% | -118,450 | -51,28% | -126,665 | -51,70% |
| Rohertrag | 90,551 | 51,91% | 103,534 | 50,17% | 115,750 | 50,11% | 121,535 | 49,61% |
| Personalkosten | -48,103 | -27,58% | -54,247 | -26,29% | -61,000 | -26,41% | -63,000 | -25,71% |
| Abschreibungen | -3,526 | -2,02% | -4,601 | -2,23% | -4,800 | -2,08% | -4,900 | -2,00% |
| sonst. betriebliche Aufwendungen | -22,554 | -12,93% | -24,561 | -11,90% | -27,600 | -11,95% | -29,000 | -11,84% |
| EBIT | 16,368 | 9,38% | 20,125 | 9,75% | 22,350 | 9,68% | 24,635 | 10,06% |
| Finanzergebnis | -2,953 | -1,69% | -2,906 | -1,41% | -3,000 | -1,30% | -3,000 | -1,22% |
| EBT | 13,415 | 7,69% | 17,219 | 8,34% | 19,350 | 8,38% | 21,635 | 8,83% |
| Steuern | -3,139 | -1,80% | -5,088 | -2,47% | -5,805 | -2,51% | -6,490 | -2,65% |
| Ergebnis vor Anteilen Dritter | 10,276 | 5,89% | 12,131 | 5,88% | 13,545 | 5,86% | 15,145 | 6,18% |
| Minderheitenanteile | -0,499 | -0,29% | -0,669 | -0,32% | -0,500 | -0,22% | -0,500 | -0,20% |
| Jahresüberschuss | 9,777 | 5,61% | 11,462 | 5,55% | 13,045 | 5,65% | 14,645 | 5,98% |

| | | | | | | | |
|--------------------------------|---------------|--|---------------|--|---------------|--|---------------|
| EBITDA | 19,89 | | 24,73 | | 27,15 | | 29,54 |
| in % vom Umsatz | 11,4 % | | 12,0 % | | 11,8 % | | 12,1 % |
| EBIT | 16,37 | | 20,13 | | 22,35 | | 24,64 |
| in % vom Umsatz | 9,4 % | | 9,8 % | | 9,7 % | | 10,1 % |
| Ergebnis je Aktie in € | 2,17 | | 2,38 | | 2,54 | | 2,86 |
| Dividende je Aktie in € | 1,00 | | 1,10 | | 1,20 | | 1,30 |

Geschäftsentwicklung 2010 - Steigerungen auf allen Ebenen

| in Mio. € | GJ 2009 | Δ 2009/2010 | GJ 2010 |
|------------------|---------|-------------|---------|
| Umsatzerlöse | 179,61 | +13,4 % | 203,64 |
| EBITDA | 19,89 | +24,3 % | 24,73 |
| EBITDA-Marge | 11,4 % | + 0,6 Pp. | 12,0 % |
| EBIT | 16,37 | + 23,0 % | 20,13 |
| EBIT-Marge | 9,4 % | + 0,4 Pp. | 9,8 % |
| Jahresüberschuss | 9,78 | + 17,2 % | 11,46 |
| EPS in € | 2,17 | | 2,38 |

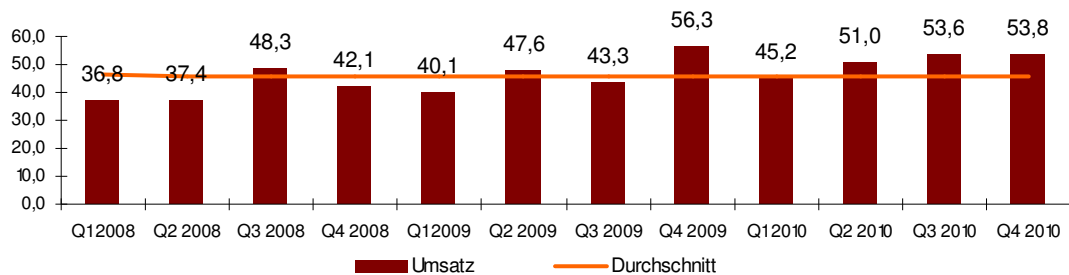
Quelle: euromicron; GBC

Umsatzentwicklung - Deutliches Wachstum von 13,4 %

Das abgelaufene Geschäftsjahr 2010 konnte die euromicron AG mit neuen Rekorden bei Umsatz und Ergebnis abschließen. Die Umsatzerlöse konnten in 2010 um 13,4 % auf 203,64 Mio. € gesteigert werden. Damit konnte die Schwelle von 200 Mio. € erstmalig übertriften werden. Der zusätzliche Umsatz aus Akquisitionen lag in 2010 bei 9,68 Mio. €. Folglich belief sich das organische Wachstum in 2010 auf 8,0 % und lag damit im Korridor vom angestrebten jährlichen organischen Wachstum von 5 bis 10 %.

Die Umsätze auf Quartalsebene konnten im Jahresverlauf 2010 kontinuierlich ausgeweitet werden und dabei wurde im Schlussquartal mit 53,8 Mio. € der höchste Umsatz erzielt. Damit konnte allerdings das Vorjahresquartal (Q4 2009: 56,3 Mio. €) nicht erreicht werden.

Entwicklung Umsätze (in Mio. €)

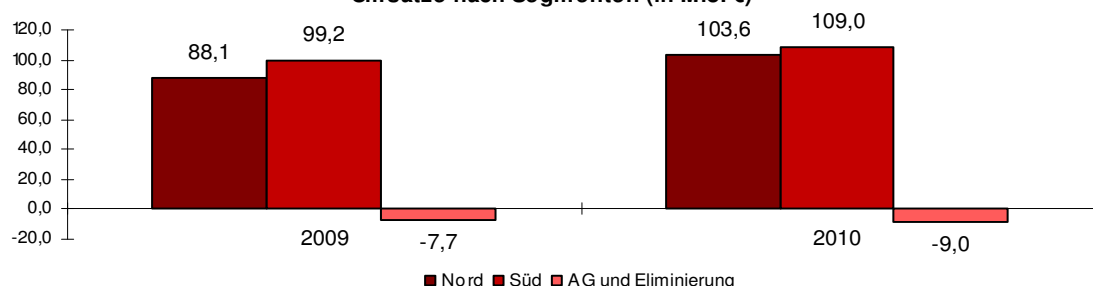


Quelle: euromicron; GBC

Gleichzeitig erhöhten sich die im Inland erzielten Umsätze auf 174,0 Mio. € gegenüber 154,5 Mio. € im vergleichbaren Vorjahreszeitraum. Der Anteil der in Deutschland generierten Umsätze betrug somit 85,4 % (VJ: 86,0 %). Bei den wichtigsten Auslandsmärkten handelt es sich weiterhin um Österreich und Italien.

Unterhalb der AG sind die operativen Tochterunternehmen in den beiden Segmenten euromicron Nord und euromicron Süd zusammengefasst. euromicron Nord erreichte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 eine deutliche Umsatzsteigerung um 17,6 % auf 103,6 Mio. €. In der euromicron Nord sind auch die Aktivitäten in Polen und Frankreich enthalten. Die euromicron Süd verzeichnete in 2010 ebenfalls einen deutlichen Umsatzzuwachs um 9,9 % auf 109,0 Mio. €. Die Tochtergesellschaften in Österreich und Italien sind Bestandteil der euromicron Süd. Das nachfolgende Schaubild zeigt die Umsatzverteilung nach den beiden Segmenten Nord und Süd sowie die Umsätze der AG inklusive Eliminierungen.

Umsätze nach Segmenten (in Mio. €)



Ergebnisentwicklung - EBIT-Marge erreicht neuen Höchstwert

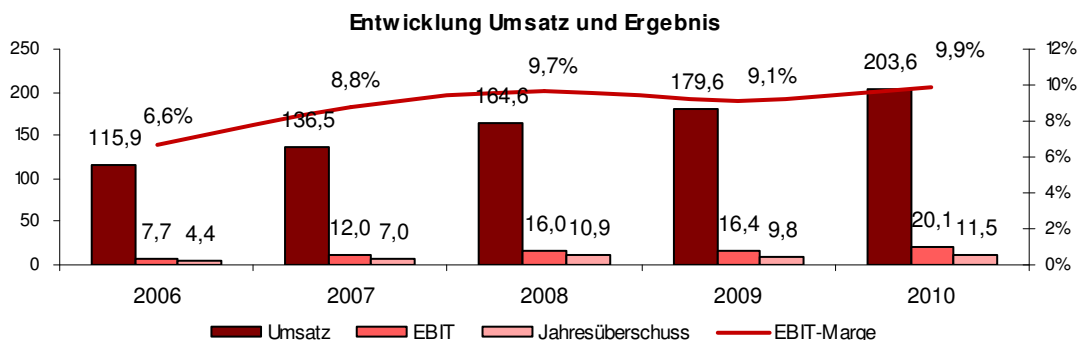
Die Rohertragsmarge belief sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 auf 50,17 % (VJ: 51,91 %). Der leichte Rückgang liegt vor allem begründet in der Auslagerung von Montageleistungen an Subunternehmer. Der Personalaufwand erhöhte sich in 2010 um rund 6 Mio. € auf 54,25 Mio. € (VJ: 48,10 Mio. €), was vornehmlich auf die Erweiterung des Konsolidierungskreises zurückzuführen ist. Allerdings hat sich die Personalaufwandsquote in 2010 dank eines straffen Kostenmanagements und Prozessoptimierungen weiter auf 26,29 % (VJ: 27,58 %) reduziert. Im Durchschnitt des Geschäftsjahres 2010 beschäftigte der Konzern 1.081 Mitarbeiter.

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen stiegen ebenfalls unterproportional zum Umsatz an. Die Aufwandsquote lag im Gesamtjahr 2010 bei 11,90 % nach 12,93 % im Vorjahreszeitraum. Im Jahr 2010 führte die euromicron AG insgesamt sechs konzerninterne Verschmelzungen durch, was auf der Kostenseite zu deutlichen Einsparungen führte.

Das Ergebnis vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen (EBITDA) konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 erheblich verbessert werden und belief sich auf 24,73 Mio. € (VJ: 19,89 Mio. €). Dies entspricht einer EBITDA-Marge von 11,98 % (VJ: 11,41 %). Unsere bisherige Schätzung für 2010 war von einem EBITDA in Höhe von 25,60 Mio. € ausgegangen.

Die Abschreibungen erhöhten sich auf -4,60 Mio. € gegenüber -3,53 Mio. € im Vorjahr. Dabei entfielen Abschreibungen von -2,44 Mio. € (VJ: -1,95 Mio. €) auf immaterielle Vermögensgegenstände sowie Abschreibungen in Höhe von -2,16 Mio. € (VJ: -1,58 Mio. €) auf das Sachanlagevermögen.

Die nachstehende Grafik veranschaulicht die Umsatz- und Ergebnisentwicklung für den Zeitraum 2006 bis 2010.



Quelle: euromicron; GBC

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 konnte mit 9,9 % die bislang höchste EBIT-Marge erzielt werden. In den vergangenen Jahren erreichte die euromicron AG damit eine nachhaltig gute Margensituation und hohe Ertragskraft.

Die euromicron AG verfügt nach unserer Einschätzung über vorteilhafte Refinanzierungsbedingungen bei ihren Banken. Im Gesamtjahr 2010 belief sich das Finanzergebnis auf lediglich -2,91 Mio. € (2008: -2,95 Mio. €). Bei einer Nettoverschuldung von über 50 Mio. € gegen Ende 2010 errechnet sich somit ein durchschnittlicher Zinssatz von unter 5 % (kurz- und langfristig inklusive).

Unter Berücksichtigung einer Konzernsteuerquote von 29,6 % und den Minderheitenanteilen von -0,67 Mio. € betrug der Jahresüberschuss im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 11,46 Mio. € (VJ: 9,78 Mio. €). Die Minderheitenanteile betreffen nur noch die Beteiligungen MICROSENS (Anteil: 80 %) und Qubix (Anteil: 90 %), nachdem der Anteil an der ehemaligen NetWays auf 100 % zu Jahresbeginn aufgestockt wurde. Bei der durchschnittlich ausstehenden Aktienanzahl lag der Gewinn je Aktie für 2010 bei 2,38 € (VJ: 2,17 €).

Im Sinne einer kontinuierlichen Dividendenpolitik soll zudem anlässlich der Hauptversammlung im Juni 2011 eine Dividende in Höhe von 1,10 € an die Aktionäre ausgeschüttet werden. Dies entspricht auf Basis des aktuellen Aktienkurses einer attraktiven Dividendenrendite von mehr als 5 %.

Bilanzielle Situation - Reduzierung der Nettoverschuldung in 2011

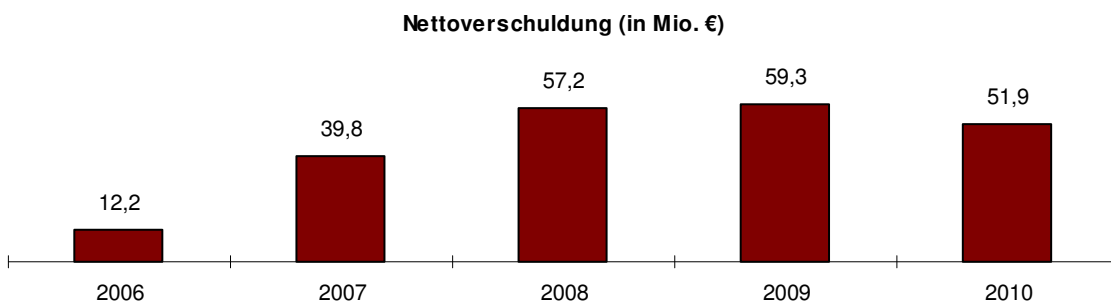
| in Mio. € | GJ 2009 | GJ 2010 |
|---------------------------|---------|---------|
| Eigenkapital | 71,42 | 89,26 |
| EK-Quote | 39,4 % | 45,5 % |
| Nettoverschuldung | 59,34 | 51,89 |
| Operatives Anlagevermögen | 24,38 | 26,36 |
| Net Working Capital | 33,74 | 39,67 |

Quelle: euromicron; GBC

Die Bilanzqualität von euromicron hat sich nach unserer Einschätzung im abgelaufenen Geschäftsjahr wesentlich verbessert. Die Eigenkapitalquote hat sich um mehr als 6 Prozentpunkte auf 45,5 % per Ende 2010 erhöht. Neben dem gesteigerten Jahresüberschuss ist dies vor allem auf die erfolgreich durchgeführte Kapitalerhöhung sowie auf den Verkauf der eigenen Aktien zurückzuführen. Der Mittelzufluss aus der Kapitalerhöhung belief sich auf rund 7,5 Mio. € und durch den Verkauf der eigenen Aktien flossen der Gesellschaft liquide Mittel in Höhe von rund 3,3 Mio. € zu.

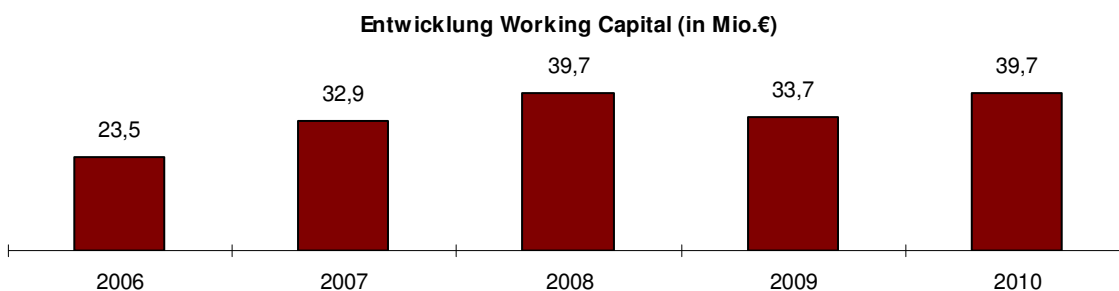
Der Geschäfts- und Firmenwert hat sich aufgrund von Zukäufen auf 80,95 Mio. € (VJ: 76,62 Mio. €) erhöht. Hier sind die Akquisitionen der NBG Fiber Optics GmbH und der Avalan GmbH zu nennen. Das operative Anlagevermögen, bestehend aus Sachanlagevermögen sowie immateriellen Vermögensgegenständen, hat sich um rund 2 Mio. € auf 26,36 Mio. € erhöht.

Fortschritte konnten bei der Reduzierung der Nettoverschuldung erzielt werden. Hier konnte erstmalig seit 2006 die Nettoverschuldung zurückgefahren werden. Der positive operative Cash Flow in Verbindung mit der Kapitalmaßnahme sowie dem Verkauf der eigenen Aktien konnten somit die Investitionen, die Übernahmen und den Mittelabfluss aus der Dividendenzahlung deutlich überkompensieren. Das nachstehende Schaubild zeigt die Entwicklung der Nettoverschuldung seit 2006.



Quelle: euromicron; GBC

Das Net Working Capital erfuhr im abgelaufenen Geschäftsjahr einen gegenüber dem Umsatzzuwachs überproportionalen Anstieg auf 39,67 Mio. € (31.12.2009: 33,74 Mio. €). Hier gilt es zu bemerken, dass die Akquisitionen im Dezember 2010 erfolgten, so dass diese umsatzseitig nur einen geringfügigen Beitrag leisteten, allerdings das Net Working Capital um geschätzte 3 Mio. € erhöhten. Des Weiteren stiegen die Vorräte infolge eines Großauftrags, der in 2011 zur Auslieferung kommt, an.



Quelle: euromicron; GBC

SWOT - ANALYSE

Stärken

- Dauerhaft gute Margensituation und hohe Ertragskraft in den vergangenen Jahren
- Erfolgreicher Track-Record bei Akquisitionen im Rahmen der „Buy-and-Build“-Strategie in der Vergangenheit
- Krisenresistentes Geschäftsmodell aufgrund breiter Kundendiversifikation
- Hohe Dividendenrendite
- euromicron-Gruppe verfügt über ein flächendeckendes Niederlassungsnetz in Deutschland
- Rekordauftragsbestand per Ende März 2011 von mehr als 115 Mio. €

Schwächen

- Hoher Anteil Goodwill im Vergleich zum Eigenkapital als Folge der „Buy-and-Build“-Strategie
- Traditionell hoher Ergebnisbeitrag im vierten Quartal führt zu einer Saisonalität des Geschäftsverlaufs

Chancen

- Übergang in die „Build- and Integrate“ Phase führt zu einer Bilanzkonsolidierung
- Größere Akquisitionen können zu einer deutlich dynamischeren Umsatzentwicklung führen

Risiken

- Relativ hoher Geschäfts- und Firmenwert birgt Risiko einer Wertberichtigung bei einer sich verschlechternden Ertragskraft
- Zunehmender Preis- und Margendruck im Projektgeschäft bei einer konjunkturellen Abschwächung

Prognose und Modellannahmen

| in Mio. € | GJ 2010 | GJ 2011e (alt) | GJ 2011e (neu) | GJ 2012e |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Umsatzerlöse | 203,64 | 230,00 | 230,00 | 245,00 |
| EBITDA (Marge) | 24,73 (12,0 %) | 28,40 | 27,15 (11,8 %) | 29,54 (12,1 %) |
| EBIT (Marge) | 20,13 (9,4 %) | 24,40 | 22,35 (9,7 %) | 24,64 (10,1 %) |
| Jahresüberschuss | 11,46 | 14,28 | 13,05 | 14,65 |
| EPS in € | 2,38 | 2,87 | 2,54 | 2,86 |

Quelle: GBC

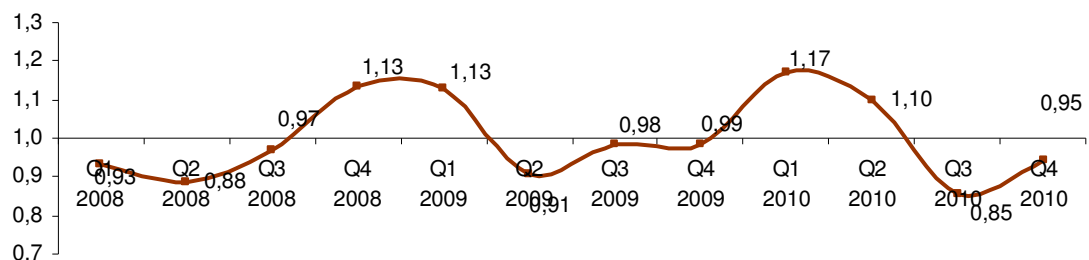
Umsatzprognosen - Wachstumskurs sollte sich in 2011 fortsetzen

Für das laufende Geschäftsjahr 2011 erwarten wir Umsatzerlöse in Höhe von 230,00 Mio. €, was einem Zuwachs von 12,9 % gegenüber 2010 entspricht. Die Übernahmen von NBG Fiber Optics und Avalan sollten in 2011 einen geschätzten Umsatzbeitrag von rund 10 Mio. € leisten. Mögliche und wahrscheinliche Akquisitionen im Jahr 2011 haben wir in unseren Prognosen bislang nicht berücksichtigt. Die Gesellschaft befindet sich mit möglichen Übernahmekandidaten gemäß Vorstandsaussagen in fortgeschrittenen Gesprächen. Das von der Gesellschaft angestrebte Ziel eines Umsatzes von 300 Mio. € bis 2012 ist vor dem Hintergrund von anorganischem Wachstum zu sehen.

Wir stützen unsere Umsatzprognose dabei unter anderem auf den erfreulichen Auftragsbestand. Nachdem sich der Auftragsbestand zum Jahresende 2010 noch auf 91,1 Mio. € belief, so konnte dieser nach Vorstandangaben bis Ende März 2011 durch die erfolgreiche Gewinnung von Großprojekten bereits auf über 115 Mio. € gesteigert werden. Damit verfügt euromicron über eine gute Planbarkeit für die kommenden Quartale. Bereits für das erste Quartal 2011 rechnen wir mit einem soliden Wachstum.

Das nachfolgende Schaubild zeigt die Entwicklung des Book-to-Bill Verhältnisses auf Quartalsebene. Im ersten Quartal 2011 sollte sich das Book-to-Bill Verhältnis wieder über 1 bewegen.

Entwicklung Book-to-Bill-Ratio



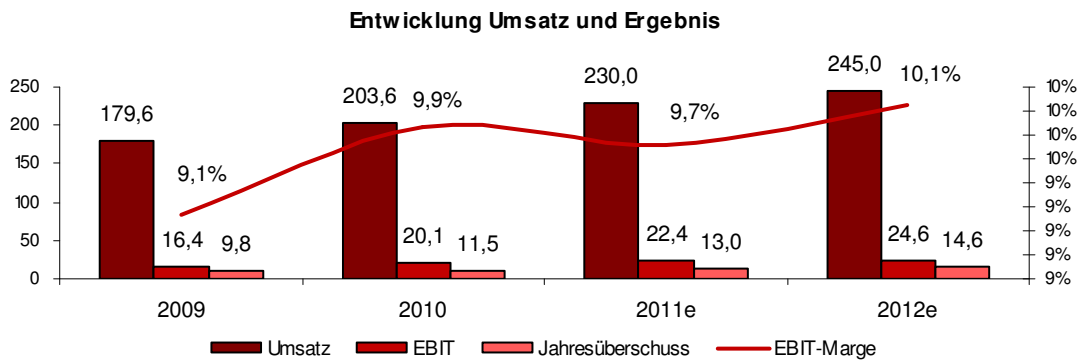
Quelle: euromicron, GBC

Ergebnisprognosen - Erwartetes 2011er KGV bei rund 8

Beim EBIT sieht unsere Schätzung für das laufende Geschäftsjahr 2011 einen Wert in Höhe von 22,35 Mio. € vor, was eine EBIT-Marge von 9,73 % bedeutet. Dabei gehen wir davon aus, dass das traditionell stärkere zweite Halbjahr den höheren Ergebnisbeitrag liefern wird. Das Finanzergebnis sollte nach unserer Schätzung in 2011 gegenüber dem Vorjahr annähernd unverändert bei -3,00 Mio. € liegen.

Unter Berücksichtigung einer Steuerquote auf Konzernebene von erwarteten 30,0 % sowie Minderheitenanteilen von -0,50 Mio. € sollte sich der Jahresüberschuss in 2011 auf 12,60 Mio. € belaufen. Nach der Kapitalmaßnahme sowie dem Verkauf der eigenen Aktien hat sich die insgesamt ausstehende Aktienanzahl auf 5,126 Mio erhöht. Somit ermittelt sich ein erwarteter Gewinn je Aktie für 2011 in Höhe von 2,54 €. Das 2011er KGV von rund 8 ist gemäß unserer Einschätzung als attraktiv einzustufen.

Die nachstehende Graphik zeigt unsere Schätzungen in Hinsicht auf Umsatz, EBIT und Jahresüberschuss für die beiden Geschäftsjahre 2010 sowie 2011.



Quelle: GBC

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die euromicron AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2011 bis 2012 in Phase 1, erfolgt von 2013 bis 2017 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir unter konservativen Gesichtspunkten durchschnittliche jährliche Steigerungen beim Umsatz von 2,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 12,1 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 32,0 % 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 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der euromicron 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 3,25 % (bisher: 3,00 %).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % 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 1,52.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,6 % (bisher: 11,4 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 75 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,0 % (bisher: 9,8 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,0 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2011 entspricht als Kursziel 29,04 €.

Damit haben wir das bisherige Kursziel von 28,93 € leicht nach oben korrigiert.

Euromicron AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

| consistency - Phase | | final - Phase | |
|----------------------------------|-------|----------------------------------|-------|
| Umsatzwachstum | 2,0% | ewiges Umsatzwachstum | 2,0% |
| EBITDA-Marge | 12,1% | ewige EBITA - Marge | 10,1% |
| AFA zu operativen Anlagevermögen | 18,5% | effektive Steuerquote im Endwert | 32,0% |
| Working Capital zu Umsatz | 18,0% | | |

dreistufiges DCF - Modell:

| Phase in Mio. EUR | estimate | | consistency | | | | | | final Endwert |
|-------------------------------------|----------|----------|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|------------------|
| | GJ 2011e | GJ 2012e | GJ 2013e | GJ 2014e | GJ 2015e | GJ 2016e | GJ 2017e | GJ 2018e | |
| Umsatz (US) | 230,00 | 245,00 | 249,90 | 254,90 | 260,00 | 265,20 | 270,50 | 275,91 | |
| US Veränderung | 11,4% | 6,5% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% |
| US zu operativen Anlagevermögen | 8,85 | 9,25 | 9,26 | 9,30 | 9,35 | 9,39 | 9,44 | 9,49 | |
| EBITDA | 27,15 | 29,54 | 30,14 | 30,74 | 31,36 | 31,98 | 32,62 | 33,27 | |
| EBITDA-Marge | 11,8% | 12,1% | 12,1% | 12,1% | 12,1% | 12,1% | 12,1% | 12,1% | |
| EBITA | 22,35 | 24,64 | 25,24 | 25,75 | 26,29 | 26,84 | 27,40 | 27,97 | |
| EBITA-Marge | 9,7% | 10,1% | 10,1% | 10,1% | 10,1% | 10,1% | 10,1% | 10,1% | 10,1% |
| Steuern auf EBITA | -6,70 | -7,39 | -7,57 | -7,72 | -7,89 | -8,05 | -8,22 | -8,39 | |
| zu EBITA | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 32,0% |
| EBI (NOPLAT) | 15,65 | 17,24 | 17,66 | 18,02 | 18,40 | 18,79 | 19,18 | 19,58 | |
| Kapitalrendite | 23,7% | 25,4% | 25,1% | 25,1% | 25,1% | 25,2% | 25,3% | 25,4% | 24,7% |
| Working Capital (WC) | 42,00 | 44,00 | 44,88 | 45,78 | 46,70 | 47,63 | 48,58 | 49,55 | |
| WC zu Umsatz | 18,3% | 18,0% | 18,0% | 18,0% | 18,0% | 18,0% | 18,0% | 18,0% | |
| Investitionen in WC | -2,33 | -2,00 | -0,88 | -0,90 | -0,92 | -0,93 | -0,95 | -0,97 | |
| Operatives Anlagevermögen (OAV) | 26,00 | 26,50 | 27,00 | 27,41 | 27,82 | 28,23 | 28,66 | 29,09 | |
| AFA auf OAV | -4,80 | -4,90 | -4,90 | -5,00 | -5,07 | -5,15 | -5,22 | -5,30 | |
| AFA zu OAV | 18,5% | 18,5% | 18,5% | 18,5% | 18,5% | 18,5% | 18,5% | 18,5% | |
| Investitionen in OAV | -4,44 | -5,40 | -5,40 | -5,40 | -5,48 | -5,56 | -5,65 | -5,73 | |
| Investiertes Kapital | 68,00 | 70,50 | 71,88 | 73,18 | 74,51 | 75,86 | 77,24 | 78,64 | |
| EBITDA | 27,15 | 29,54 | 30,14 | 30,74 | 31,36 | 31,98 | 32,62 | 33,27 | |
| Steuern auf EBITA | -6,70 | -7,39 | -7,57 | -7,72 | -7,89 | -8,05 | -8,22 | -8,39 | |
| Investitionen gesamt | -6,77 | -7,40 | -6,28 | -6,30 | -6,40 | -6,50 | -6,60 | -6,70 | |
| Investitionen in OAV | -4,44 | -5,40 | -5,40 | -5,40 | -5,48 | -5,56 | -5,65 | -5,73 | |
| Investitionen in WC | -2,33 | -2,00 | -0,88 | -0,90 | -0,92 | -0,93 | -0,95 | -0,97 | |
| Investitionen in Goodwill | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | |
| Freie Cashflows | 13,68 | 14,74 | 16,28 | 16,72 | 17,07 | 17,43 | 17,80 | 18,18 | 222,59 |
| Wert operatives Geschäft (Stichtag) | 195,40 | 200,21 | | | | | | | |
| Barwert expliziter FCFs | 81,26 | 74,65 | | | | | | | |
| Barwert des Continuing Value | 114,14 | 125,57 | | | | | | | |
| Nettoschulden (Net debt) | 46,06 | 40,47 | | | | | | | |
| Barwert aller Optionsrechte | 0,00 | 0,00 | | | | | | | |
| Wert des Eigenkapitals | 149,33 | 159,75 | | | | | | | |
| Fremde Gewinnanteile | -0,46 | -0,49 | | | | | | | |
| Wert des Aktienkapitals | 148,87 | 159,25 | | | | | | | |
| Ausstehende Aktien in Mio. | 5,126 | 5,126 | | | | | | | |
| Fairer Wert der Aktie in EUR | 29,04 | 31,07 | | | | | | | |

| Kapitalkostenermittlung : | |
|---------------------------|-------|
| risikolose Rendite | 3,3% |
| Marktrisikoprämie | 5,5% |
| Beta | 1,52 |
| Eigenkapitalkosten | 11,6% |
| Zielgewichtung | 75,0% |
| Fremdkapitalkosten | 7,0% |
| Zielgewichtung | 25,0% |
| Taxshield | 25,0% |
| WACC | 10,0% |

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

| Kapitalrendite | WACC | | | | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 8,0% | 8,5% | 9,0% | 9,5% | 10,0% | 10,5% | 11,0% | 11,5% | 12,0% |
| 16,7% | 28,61 | 26,30 | 24,33 | 22,64 | 21,19 | 19,92 | 18,80 | 17,82 | 16,94 |
| 18,7% | 31,59 | 28,96 | 26,72 | 24,81 | 23,15 | 21,71 | 20,44 | 19,32 | 18,33 |
| 20,7% | 34,57 | 31,62 | 29,11 | 26,97 | 25,12 | 23,50 | 22,08 | 20,83 | 19,71 |
| 22,7% | 37,54 | 34,28 | 31,51 | 29,13 | 27,08 | 25,29 | 23,72 | 22,33 | 21,10 |
| 24,7% | 40,52 | 36,94 | 33,90 | 31,29 | 29,04 | 27,08 | 25,36 | 23,84 | 22,48 |
| 26,7% | 43,49 | 39,60 | 36,29 | 33,46 | 31,01 | 28,87 | 27,00 | 25,34 | 23,87 |
| 28,7% | 46,47 | 42,26 | 38,68 | 35,62 | 32,97 | 30,66 | 28,63 | 26,84 | 25,25 |
| 30,7% | 49,45 | 44,92 | 41,07 | 37,78 | 34,93 | 32,45 | 30,27 | 28,35 | 26,64 |
| 32,7% | 52,42 | 47,58 | 43,47 | 39,94 | 36,90 | 34,24 | 31,91 | 29,85 | 28,03 |

Fazit

2010 war Rekordjahr für die euromicron; Positive Entwicklung sollte in 2011 anhalten

Die euromicron AG kann auf ein erfolgreiches Geschäftsjahr 2010 zurückblicken. Dabei wurde das Jahr 2010 mit neuen Rekorden bei Umsatz und operativem Ergebnis abgeschlossen. Die Umsatzerlöse konnten erstmalig die Schwelle von 200 Mio. € übertreffen und das operative Ergebnis lag oberhalb von 20 Mio. €. Beide Werte bedeuten eine deutliche Steigerung gegenüber dem vergleichbaren Vorjahreszeitraum. Der Gewinn je Aktie belief sich in 2010 auf 2,38 €, so dass sich auf Basis des aktuellen Aktienkurses ein attraktives KGV von unter 9 errechnet. Gleichzeitig hat der Vorstand im Sinne einer kontinuierlichen Dividendenpolitik die Ausschüttung einer Dividende in Höhe von 1,10 € anlässlich der Hauptversammlung im Juni 2011 angekündigt.

Die Bilanzqualität der Gesellschaft hat sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 verbessert. Auf der einen Seite erhöhte sich die Eigenkapitalquote um rund 6 Prozentpunkte auf knapp 46 % und auf der anderen Seite konnte die Nettoverschuldung zum ersten Mal seit sechs Jahren wieder reduziert werden. Die Nettoverschuldung sank in 2010 um mehr als 7 Mio. € auf knapp 52 Mio. €. Diese Fortschritte bei der Entschuldung wurden neben dem deutlich positiven operativen Ergebnis auch durch die erfolgreiche Kapitalerhöhung sowie durch den Verkauf der eigenen Aktien erreicht.

Wir sind zuversichtlich, dass sich der Wachstumskurs der euromicron AG im laufenden Geschäftsjahr 2011 weiter fortsetzt. Gegen Ende März 2011 lag der Auftragsbestand bei über 115 Mio. € und sollte somit zu einer guten Visibilität hinsichtlich der Umsatzentwicklung in den kommenden Quartalen führen. Zudem rechnen wir für das erste Quartal 2011 mit einem soliden Wachstum. Mögliche Akquisitionen haben wir in unseren Schätzungen bislang noch nicht berücksichtigt. Das EBIT und den Gewinn je Aktie für 2011 erwarten wir bei 22,35 Mio. € respektive bei 2,54 €.

Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung für die Aktie der euromicron AG und haben im Rahmen unseres DCF-Modells ein neues Kursziel in Höhe von 29,04 € (bisher: 28,93 €) ermittelt. Auch das erwartete 2011er KGV von rund 8 sowie eine attraktive Dividendenrendite von mehr als 5 % indizieren eine Unterbewertung der Aktie. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs errechnet sich noch ein deutliches Kurspotential von über 40 %.

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 verwandt, 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 Angebotsschreiben 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. Aktiensplitts, 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 Wertpapierte oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5) , (7)

§ 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 Interessenskonflikten 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:

Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Stellv. Chefanalyst

§ 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



GBC AG[®]
- 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