



## Researchstudie (Anno)



**Vorstoß in eine neue Umsatzdimension  
durch Übernahme der telent -  
Neue Rekorde bei Umsatz und Ergebnis in 2011 -  
Kursziel erhöht**

**Kursziel: 30,50 €**

**Rating: Kaufen**

---

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

---

**Kaufen**

**Kursziel: 30,50**

aktueller Kurs: 21,43  
18.4.2012 / ETR

Währung: EUR

**Stammdaten:**

ISIN: DE000A1K0300

WKN: A1K030

Börsenkürzel: EUC

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 6,664

Marketcap<sup>3</sup>: 142,84  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 204,34  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 95,1 %

Transparenzlevel:  
Prime Standard

Marktsegment:  
Regulierter Markt

Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:  
CBS

**Analysten:**

Philipp Leipold  
[leipold@gbc-ag.de](mailto:leipold@gbc-ag.de)

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

\* Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf  
Seite V

**euromicron AG <sup>\*5</sup>**

**Unternehmensprofil**

Branche: Technologie

Fokus: Netzwerk- und  
Lichtleiterwellentechnologie

Mitarbeiter: ca. 1.455 (31.12.2011)

Gründung: 1998

Firmensitz: Frankfurt am Main

Vorstand: Dr. Willibald Späth, Thomas  
Hoffmann



Die euromicron AG ist ein Komplett-Lösungsanbieter für Kommunikations-, Übertragungs-, 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 17 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	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012e	31.12.2013e
Umsatz	203,64	305,31	343,00	365,00
EBITDA	24,73	30,78	34,36	37,35
EBIT	20,13	24,22	27,86	30,85
Jahresüberschuss	11,46	12,23	16,20	18,29

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	2,38	2,33	2,42	2,73
Dividende je Aktie	1,10	1,15e	1,20	1,30

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,95	0,67	0,60	0,56
EV/EBITDA	7,86	6,64	5,95	5,47
EV/EBIT	9,66	8,44	7,34	6,62
KGV	12,46	11,68	8,82	7,81
KBV		1,19		

**Finanztermine:**

**Datum: Ereignis**

11.05.2012: Veröffentlichung Q1-Bericht  
25.05.2012: Hauptversammlung  
10.08.2012: Veröffentlichung HJ-Bericht  
09.11.2012: Veröffentlichung 9M-Bericht

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

**Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating**

5.9.2011: RG / 29,04 / KAUFEN  
16.8.2011: RS / 29,04 / KAUFEN  
10.5.2011: RS / 29,04 / KAUFEN  
14.2.2011: RG / 28,93 / 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.

# Inhaltsangabe

## Unternehmen

Organigramm.....	1
Aktionärsstruktur.....	1

## Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick.....	2
Geschäftsentwicklung 2011.....	3
Umsatzentwicklung.....	3
Ergebnisentwicklung.....	4
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	6
SWOT-Analyse.....	7
Prognose und Modellannahmen.....	8

## Bewertung/ Fazit

DCF-Bewertung.....	10
Modellannahmen.....	10
Bestimmung der Kapitalkosten.....	10
Bewertungsergebnis.....	10
DCF-Betrachtung.....	11
Fazit .....	12

## Anhang

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

# Unternehmen

## Organigramm

Das nachstehende Schaubild gibt einen Überblick über die Konzernstruktur der euromicron-Gruppe:

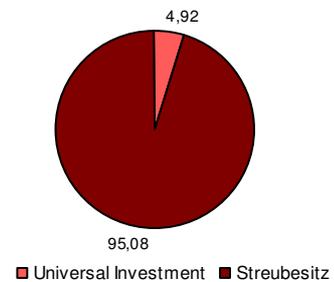


Quelle: GBC, euromicron

## Aktionärsstruktur

Anteilseigner	30.3.2012
Universal Investment	4,92
<hr/>	
Streubesitz	95,08

**Aktionärsstruktur (in %)**



Quelle: GBC, euromicron

## Unternehmensentwicklung & Prognose

### Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2010	in % vom Umsatz	GJ 2011	in % vom Umsatz	GJ 2012e	in % vom Umsatz	GJ 2013e	in % vom Umsatz
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>203,643</b>	<b>100,00%</b>	<b>305,306</b>	<b>100,00%</b>	<b>343,000</b>	<b>100,00%</b>	<b>365,000</b>	<b>100,00%</b>
Bestandsveränderungen	1,211	0,59%	-7,443	-2,44%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
aktivierte Eigenleistungen	1,521	0,74%	1,948	0,64%	2,000	0,58%	2,000	0,55%
sonst. betriebliche Erträge	4,476	2,17%	2,724	0,89%	3,200	0,93%	3,200	0,88%
Materialkosten	-107,317	-52,00%	-159,619	-52,28%	-181,790	-53,00%	-192,355	-52,70%
<b>Rohertrag</b>	<b>103,534</b>	<b>50,17%</b>	<b>142,916</b>	<b>46,81%</b>	<b>166,410</b>	<b>48,52%</b>	<b>177,845</b>	<b>48,72%</b>
Personalkosten	-54,247	-26,29%	-76,876	-25,18%	-92,610	-27,00%	-98,500	-26,99%
Abschreibungen	-4,601	-2,23%	-6,563	-2,15%	-6,500	-1,90%	-6,500	-1,78%
sonst. betriebliche Aufwendungen	-24,561	-11,90%	-35,261	-11,55%	-39,445	-11,50%	-42,000	-11,51%
<b>EBIT</b>	<b>20,125</b>	<b>9,75%</b>	<b>24,216</b>	<b>7,93%</b>	<b>27,855</b>	<b>8,12%</b>	<b>30,845</b>	<b>8,45%</b>
Finanzergebnis	-2,906	-1,41%	-6,364	-2,08%	-4,000	-1,17%	-4,000	-1,10%
<b>EBT</b>	<b>17,219</b>	<b>8,34%</b>	<b>17,852</b>	<b>5,85%</b>	<b>23,855</b>	<b>6,95%</b>	<b>26,845</b>	<b>7,35%</b>
Steuern	-5,088	-2,47%	-4,953	-1,62%	-7,156	-2,09%	-8,053	-2,21%
<b>Ergebnis vor Anteilen Dritter</b>	<b>12,131</b>	<b>5,88%</b>	<b>12,899</b>	<b>4,22%</b>	<b>16,699</b>	<b>4,87%</b>	<b>18,792</b>	<b>5,15%</b>
Minderheitenanteile	-0,669	-0,32%	-0,670	-0,22%	-0,500	-0,15%	-0,500	-0,14%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>11,462</b>	<b>5,55%</b>	<b>12,229</b>	<b>4,01%</b>	<b>16,199</b>	<b>4,72%</b>	<b>18,292</b>	<b>5,01%</b>

<b>EBITDA</b>	<b>24,73</b>		<b>30,78</b>		<b>34,36</b>		<b>37,35</b>
<b>in % vom Umsatz</b>	<b>12,0 %</b>		<b>10,1 %</b>		<b>10,0 %</b>		<b>10,2 %</b>
<b>EBIT</b>	<b>20,13</b>		<b>24,22</b>		<b>27,86</b>		<b>30,85</b>
<b>in % vom Umsatz</b>	<b>9,8 %</b>		<b>7,9 %</b>		<b>8,1 %</b>		<b>8,5 %</b>
<b>Ergebnis je Aktie in €</b>	<b>2,38</b>		<b>2,33</b>		<b>2,42</b>		<b>2,73</b>
<b>Dividende je Aktie in €</b>	<b>1,10</b>		<b>1,15e</b>		<b>1,20</b>		<b>1,30</b>

## Geschäftsentwicklung 2011 - Neue Rekorde bei Umsatz und Ergebnis

in Mio. €	GJ 2010	Δ 2010/2011	GJ 2011
Umsatzerlöse	203,6	+49,9 %	305,3
EBITDA	24,7	+24,5 %	30,8
EBITDA-Marge	12,1 %	-2,0 Pp.	10,1 %
EBIT	20,1	+ 20,3 %	24,2
EBIT-Marge	9,9 %	-2,0 Pp.	7,9 %
Jahresüberschuss	11,5	+ 6,7 %	12,2
EPS in €	2,38*		2,33

\*Auf Basis einer Aktienanzahl 5,2 Mio.

Quelle: euromicron; GBC

### Umsatzentwicklung - Umsatzschwelle von 300 Mio. € übertroffen

Die euromicron AG kann erneut auf ein hervorragendes Geschäftsjahr 2011 zurückblicken, welches einher ging mit neuen Rekordwerten bei Umsatz und Ergebnis. Der Wachstumskurs wurde mit einem Umsatzzuwachs von fast 50 % eindrucksvoll fortgesetzt. Damit konnte auch die eigene Zielvorgabe bei der Umsatzentwicklung übertroffen werden.

Ein wichtiger operativer Meilenstein in 2011 und zugleich die bislang größte Akquisition in der Unternehmensgeschichte war dabei die erfolgreiche Übernahme der **telent**. Die telent ist ein Systemintegrator und Technologiedienstleister für Telekommunikationsnetze. Der Fokus liegt hierbei auf Übertragungs- und Datennetzen, der Netzinfrastruktur und technische Dienstleistungen wie Planung, Installation, Inbetriebnahme, Betrieb und Wartung im WAN-Bereich.

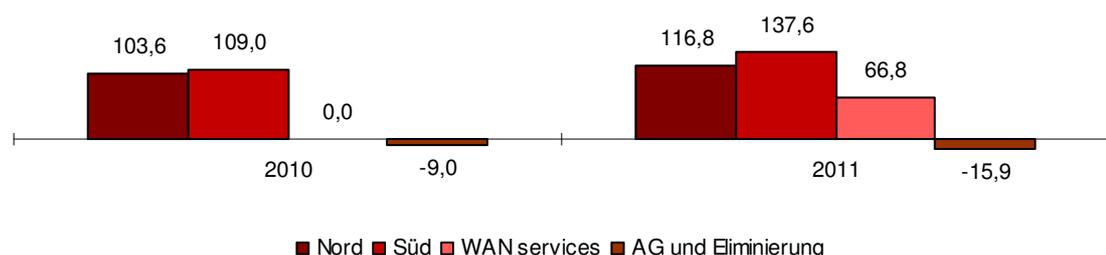
Auf Konzernebene wurde ein Umsatzvolumen von 305,3 Mio. € erzielt, was einem signifikanten Wachstum von 49,9 % entspricht. Ein Großteil des Wachstums ist dabei auf insgesamt vier Asset Deals zurückzuführen, die einen Umsatzbeitrag von rund 70 Mio. € leisteten. Die herausragende Rolle nahm hierbei die im Juni 2011 erworbene telent GmbH ein. Aber auch das rein organische Wachstum entwickelte sich in 2011 mit rund 10 % erfreulich und lag damit über dem Marktwachstum.

Gleichzeitig erhöhten sich die im Inland erzielten Umsätze auf 267,8 Mio. € gegenüber 174,0 Mio. € im vergleichbaren Vorjahreszeitraum. Der Anteil der in Deutschland generierten Umsätze lag somit bei 87,7 % (VJ: 85,4 %). Bei den wichtigsten Auslandsmärkten handelt es sich weiterhin um die Länder Österreich und Italien. In Österreich ist die euromicron-Gruppe seit 2011 mit eigenen Tochtergesellschaften als Hersteller, als Systemhaus sowie als Distributor vertreten, um so den Kunden alles aus einer Hand anbieten zu können.

Unterhalb der AG sind die operativen Tochterunternehmen in die drei Segmente euromicron Nord, euromicron Süd und euromicron WAN services zusammengefasst. euromicron WAN services wird im Wesentlichen durch die erworbene telent repräsentiert.

Das nachfolgende Schaubild zeigt die Umsatzverteilung der Segmente Nord, Süd, WAN services sowie die Umsätze der AG inklusive Eliminierungen. Der negative Umsatz der AG reflektiert hauptsächlich die engere Zusammenarbeit zwischen den einzelnen Segmenten.

Umsätze nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: euromicron; GBC

euromicon Nord und euromicon Süd erreichten im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 Umsatzsteigerungen von 12,7 % auf 103,6 Mio. € respektive 26,2 % auf 137,6 Mio. €. Beim Umsatzwachstum der euromicon Süd ist ein Konsolidierungseffekt von rund 3 Mio. € durch die Übernahme der ACE GmbH zu berücksichtigen. In der euromicon Nord sind auch die Aktivitäten in Polen und Frankreich enthalten. Dagegen sind die Tochtergesellschaften in Österreich und Italien Bestandteil der euromicon Süd.

### Ergebnisentwicklung - Übernahme von telent belastet Marge temporär

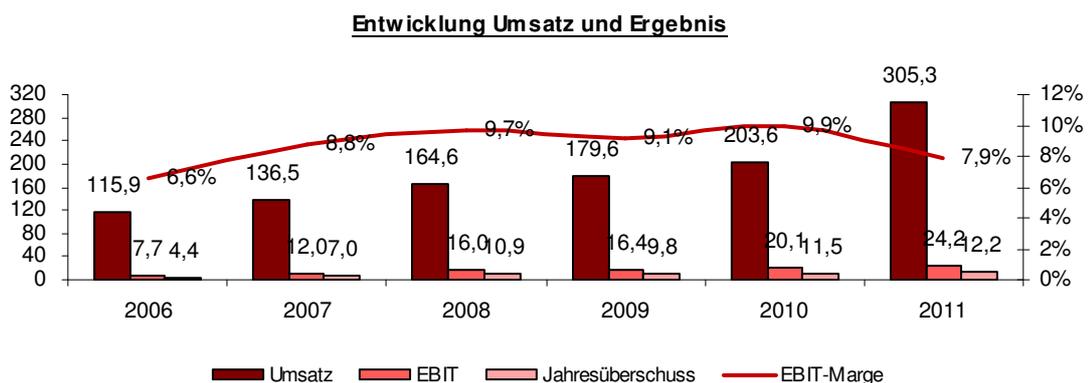
Der im Vergleich zum Umsatz unterproportionale Anstieg des Rohertrags erklärt sich im Wesentlichen durch die Übernahme von telent. telent weist hier als Systemintegrator geschäftsmodellbedingt eine geringere Rohertragsmarge aus. Dies hatte zur Folge, dass sich die Rohertragsmarge in 2011 mit 47,7 % (VJ: 50,2 %) rückläufig entwickelte. Ohne Berücksichtigung der neu erworbenen Unternehmen hat sich die Rohertragsmarge in 2011 gegenüber dem Vorjahr leicht verbessert.

Im Gegensatz dazu war eine Verbesserung der Kostenrelationen bei den Personalaufwendungen sowie bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen zu verzeichnen. Der Mitarbeiterstamm hat sich infolge des erweiterten Konsolidierungskreises deutlich erhöht. Im Jahresdurchschnitt beschäftigte die euromicon-Gruppe 1.455 Mitarbeiter nach 1.081 im Vorjahr. Trotz des deutlichen Mitarbeiteranstiegs ging die Personalaufwandsquote in 2011 auf 25,2 % (VJ: 26,6 %) zurück. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen haben sich in Relation zum Umsatz von 12,1 % im Vorjahr auf 11,5 % im abgelaufenen Geschäftsjahr reduziert.

Die Abschreibungen erhöhten sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 um fast 2 Mio. € auf 6,56 Mio. € (VJ: 4,60 Mio. €). Dieser Anstieg erklärt sich im Wesentlichen durch höhere PPA-Abschreibungen sowie vorgenommene aktivierte Eigenleistungen in den Vorperioden.

Das EBIT auf Konzernebene belief sich in 2011 auf 24,22 Mio. €, was eine Steigerung von über 20 % im Vergleich zum Vorjahreswert darstellt. Die EBIT-Marge lag wie erwartet mit 7,9 % leicht unter dem Zielkorridor, den der Vorstand mit 8 bis 11 % veranschlagt hat. Hier gilt es zu berücksichtigen, dass die telent mit einer EBIT-Marge von geschätzten 5 bis 6 % nicht die gleiche Margensituation vorweisen kann wie die euromicon-Gruppe.

Die nachstehende Grafik veranschaulicht die eindrucksvolle Umsatz- und Ergebnisentwicklung für den Zeitraum 2006 bis 2011.



Quelle: euromicon; GBC

Für den Rückgang des Finanzergebnisses von -2,91 Mio. € in 2010 auf -6,36 Mio. € in 2011 waren diverse Faktoren verantwortlich. So führte auf der einen Seite die Übernahme der telent zu einer höheren Kreditaufnahme. Auf der anderen Seite belasteten einmalige Aufwendungen das Finanzergebnis mit rund 1 Mio. €. Zudem führte das im Juli 2011 erfolgreich platzierte Schuldscheindarlehen über 24,5 Mio. € infolge von Emissionskosten zu einem höheren Zinsaufwand.

Unter Berücksichtigung einer Konzernsteuerquote von 27,7 % und den Minderheitenanteilen von -0,67 Mio. € betrug der Jahresüberschuss im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 12,23 Mio. € (VJ: 11,46 Mio. €). Die Minderheitenanteile betreffen die beiden Tochterunternehmen MICROSENS (Anteil: 80 %) und Qubix (Anteil: 90 %).

Die euromicron AG verfolgt seit Jahren eine stetige Dividendenpolitik im Rahmen derer eine Ausschüttungsquote von rund 50 % beschlossen wurde. Folglich werden die Organe auf der im Mai 2012 stattfindenden Hauptversammlung eine Dividende in Höhe von 1,15 € (VJ: 1,10 €) vorschlagen. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs entspricht dies einer attraktiven Dividendenrendite von rund 5 %.

## Bilanzielle und finanzielle Situation - Übernahme der telent gut verkraftet

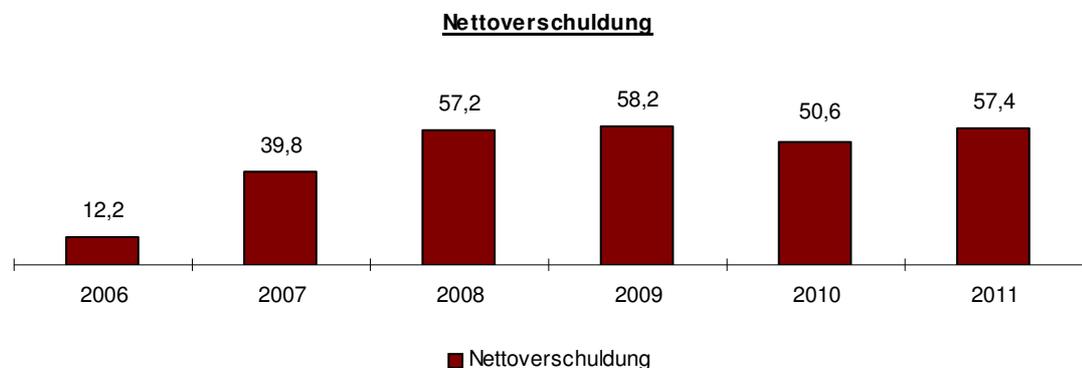
in Mio. €	GJ 2009	GJ 2010	GJ 2011
Eigenkapital	71,4	89,3	120,2
EK-Quote	39,4 %	45,5 %	45,2 %
Nettoverschuldung	58,2	50,6	57,4
Operatives Anlagevermögen	24,4	26,4	33,4
Net Working Capital	33,7	39,7	52,0

Quelle: euromicron; GBC

Die bilanziellen Relationen von euromicron sind weiterhin als solide und gesund zu betrachten. Die Integration vor allem von telent führte zwar zu einer deutlichen Verlängerung der Bilanzsumme, allerdings konnte dies aufgrund des guten operativen Ergebnisses sowie der erfolgreich durchgeführten Kapitalerhöhung gut verkraftet werden. Dies lässt sich klar an der Erhöhung des Eigenkapitals zum 31.12.2011 auf 120,2 Mio. € (VJ: 89,3 Mio. €) ablesen. Die Eigenkapitalquote lag annähernd unverändert bei 45,2 %.

Die Übernahmen von telent und von ACE hatten einen maßgeblichen Einfluss auf die Erhöhung des operativen Anlagevermögens sowie des Net Working Capitals. Zusätzlich fiel der Working Capital Bedarf infolge der starken Nachfrage im Schlussquartal stichtagsbedingt höher aus. Laut Unternehmensangaben hat sich der hohe Bestand an Forderungen im Februar 2012 allerdings bereits wieder normalisiert mit entsprechenden Effekten auf den Cash Flow. Zudem hat sich die Relation Working Capital zu Umsatz sogar von 19,2 % in 2010 auf 17,4 % in 2011 reduziert.

Die Nettoverschuldung erhöhte sich per Ende Dezember 2011 auf knapp 58 Mio. €. Hier gilt es zu berücksichtigen, dass im Jahresverlauf liquide Mittel für Unternehmenserwerbe in Höhe von 12,4 Mio. € gezahlt wurden. Im Rahmen der Kapitalerhöhung sind der Gesellschaft liquide Mittel in Höhe von 24,2 Mio. € zugeflossen.



Quelle: euromicron; GBC

Die Kennzahl Nettoverschuldung zu EBITDA liegt per Ende 2011 mit 1,9 auf einem moderaten Niveau und ist Ausdruck der soliden Bilanzrelationen.

## 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
- Gut positioniert im wachsenden Markt für Netzwerkinfrastruktur und Datenkommunikation
- Rekordauftragsbestand von fast 130 Mio. € gegen Jahresende

### Schwächen

- Hoher Anteil an 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

- Durch zunehmende Größe der euromicron-Gruppe könnten sich Vorteile bei Ausschreibungen von Großprojekten ergeben
- Cross-Selling-Potential und Zugang zu neuen Kundensegmenten durch die Zusammenführung der euromicron-Gruppe und der telent
- Größere Akquisitionen führen zu einer deutlich dynamischeren Umsatzentwicklung

### 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 2011	GJ 2012e	GJ 2013e
Umsatzerlöse	203,64	305,31	343,00	365,00
EBITDA (Marge)	24,73 (12,0 %)	30,78 (10,1 %)	34,36 (10,0 %)	37,45 (10,2 %)
EBIT (Marge)	20,13 (9,9 %)	24,22 (7,9 %)	27,86 (8,1 %)	30,85 (8,5 %)
Jahresüberschuss	11,46	12,23	16,20	18,29
EPS in €	2,38	2,33	2,42	2,73

Quelle: GBC

### Umsatzprognosen - Wachstumskurs setzt sich fort

Wir gehen fest davon aus, dass die euromicron AG im laufenden Geschäftsjahr 2012 ihren eingeschlagenen Wachstumskurs fortsetzen wird. Die euromicron-Gruppe hat sich als ein führender Anbieter im Markt für Netzwerkinfrastruktur und Datenkommunikation etabliert. Die Investitionen in die Infrastruktur für die digitale Datenkommunikation sowohl von Betreibern der Telekommunikationsnetze als auch von Industrieunternehmen sollten nach unserer Einschätzung unverändert auf einem hohen Niveau bleiben. Die Netzwerkinfrastruktur wird in Zukunft zunehmend ein wichtiger Standort- und Wettbewerbsfaktor.

Zum Ende des Jahres 2011 verfügte die Gesellschaft über einen **sehr soliden Auftragsbestand** von annähernd 130 Mio. €. Zudem haben sich nach Vorstandsangaben die Auftragseingänge in den ersten Monaten 2012 erfreulich entwickelt. Dies sollte eine hohe Kapazitätsauslastung in den kommenden Quartalen garantieren.

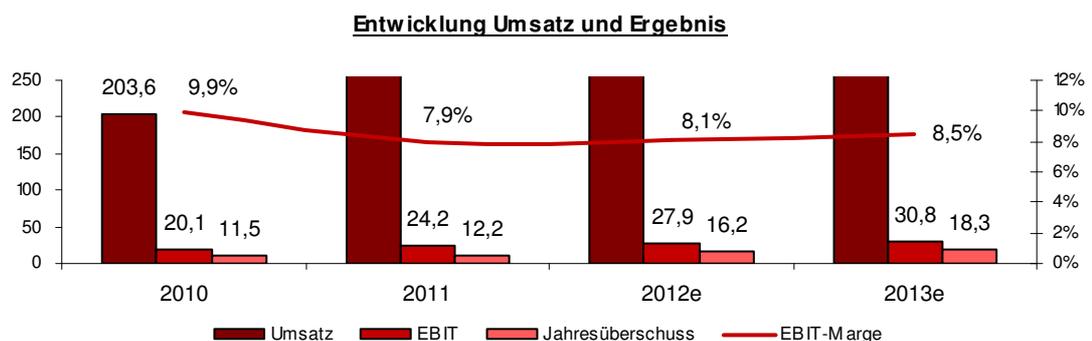
Des Weiteren erwarten wir auf der Umsatzseite einen **Konsolidierungseffekt** von rund 15 Mio. €. Die Erstkonsolidierung von telent und ACE erfolgte im Juni 2011 bzw. im September 2011.

Das Management hat das Ziel ausgegeben bis zum Jahr 2015 den Umsatz der euromicron-Gruppe auf 500 Mio. € zu erhöhen. Zudem soll sich die EBIT-Marge in dem bisherigen Korridor von 8 bis 11 % bewegen. Bei einem antizipierten organischen Wachstum von 5 bis 10 % ist dieses Ziel nicht ohne Akquisitionen zu erreichen. Diese haben wir im Rahmen unserer Schätzungen bislang noch nicht berücksichtigt.

Für den Konzern erwarten wir im laufenden Geschäftsjahr 2012 einen weiteren Umsatzanstieg auf dann 343,00 Mio. €. Dies entspricht einem Zuwachs von 12,3 %.

### Ergebnisprognosen - EBIT-Marge ansteigend auf 8,1 %

Der Rückgang der EBIT-Marge sollte nach unserer Ansicht lediglich temporärer Natur sein. In 2012 sehen wir die EBIT-Marge leicht ansteigend auf 8,1 % und sich damit am unteren Ende des vom Management angestrebten Korridors bewegen. Im Folgejahr sollte sich die EBIT-Marge mit fortschreitender Integration von telent weiter auf 8,5 % erhöhen.



Quelle: GBC

Hier unterstellen wir, dass die wegfallenden Integrationskosten infolge der Übernahme von telent sowie die Hebung von Synergien den belastenden Effekt für die EBIT-Marge durch die ganzjährige Konsolidierung der telent überkompensieren werden. Hier gilt es zu berücksichtigen, dass telent mit einer EBIT-Marge von geschätzten 5 bis 6 % noch nicht die gleiche Margensituation vorweisen kann wie die euromicron-Gruppe.

Unter Berücksichtigung eines verbesserten Finanzergebnisses (GBC-Schätzung: -4,00 Mio. €) und einer unterstellten Steuerquote von 30,0 % ergibt sich für das laufende Geschäftsjahr 2012 ein Konzernjahresüberschuss von 16,2 Mio. €. Bei einer ausstehenden Aktienanzahl von 6,70 Mio. errechnet sich ein Gewinn je Aktie 2,42 €.

Im Sinne der stetigen Dividendenpolitik sollte sich die Dividende für 2012 nach unserer Schätzung dann auf 1,20 € erhöhen.

## Bewertung

### DCF-Bewertung

#### Modellannahmen

Die euromicron AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2012 bis 2013 in Phase 1, erfolgt von 2014 bis 2018 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 10,5 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % 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 2,00 %.

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 1,58.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,7 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 80 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,6 %.

#### Bewertungsergebnis

**Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,6 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2011 entspricht als Kursziel 30,50 €.**

**Damit haben wir das bisherige Kursziel von 29,04 € 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	10,5%	ewige EBITA - Marge	8,9%
AFA zu operativen Anlagevermögen	17,6%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	17,9%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	
Umsatz (US)	343,00	365,00	372,30	379,75	387,34	395,09	402,99	411,05	
<i>US Veränderung</i>	12,3%	6,4%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	9,80	9,86	9,80	9,99	10,19	10,40	10,60	10,82	
EBITDA	34,36	37,35	39,09	39,87	40,67	41,48	42,31	43,16	
<i>EBITDA-Marge</i>	10,0%	10,2%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	
EBITA	27,86	30,85	32,59	33,20	33,99	34,81	35,64	36,48	
<i>EBITA-Marge</i>	8,1%	8,5%	8,8%	8,7%	8,8%	8,8%	8,8%	8,9%	8,9%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-8,36 30,0%	-9,25 30,0%	-9,78 30,0%	-9,96 30,0%	-10,20 30,0%	-10,44 30,0%	-10,69 30,0%	-10,95 30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	19,50	21,59	22,81	23,24	23,80	24,37	24,95	25,54	
Kapitalrendite	22,8%	22,7%	22,4%	22,2%	22,4%	22,7%	22,9%	23,2%	23,3%
Working Capital (WC)	60,00	65,00	66,79	68,13	69,49	70,88	72,30	73,74	
<i>WC zu Umsatz</i>	17,5%	17,8%	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%	17,9%	
<i>Investitionen in WC</i>	-7,97	-5,00	-1,79	-1,34	-1,36	-1,39	-1,42	-1,45	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	35,00	37,00	38,00	38,00	38,00	38,00	38,00	38,00	
<i>AFA auf OAV</i>	-6,50	-6,50	-6,50	-6,68	-6,68	-6,68	-6,68	-6,68	
<i>AFA zu OAV</i>	18,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-8,11	-8,50	-7,50	-6,68	-6,68	-6,68	-6,68	-6,68	
Investiertes Kapital	95,00	102,00	104,79	106,13	107,49	108,88	110,30	111,74	
EBITDA	34,36	37,35	39,09	39,87	40,67	41,48	42,31	43,16	
Steuern auf EBITA	-8,36	-9,25	-9,78	-9,96	-10,20	-10,44	-10,69	-10,95	
Investitionen gesamt	-16,08	-13,50	-9,29	-8,01	-8,04	-8,07	-8,09	-8,12	
<i>Investitionen in OAV</i>	-8,11	-8,50	-7,50	-6,68	-6,68	-6,68	-6,68	-6,68	
<i>Investitionen in WC</i>	-7,97	-5,00	-1,79	-1,34	-1,36	-1,39	-1,42	-1,45	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	9,92	14,59	20,02	21,90	22,43	22,98	23,53	24,09	313,68
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	268,14	279,27							
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	102,97	98,26							
<i>Barwert des Continuing Value</i>	165,17	181,02							
Nettoschulden (Net debt)	63,28	60,73							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	204,85	218,54							
Fremde Gewinnanteile	-0,51	-0,55							
Wert des Aktienkapitals	204,34	217,99							
Ausstehende Aktien in Mio.	6,700	6,700							
Fairer Wert der Aktie in EUR	<b>30,50</b>	32,54							

### Kapitalkostenermittlung :

<i>risikolose Rendite</i>	2,0%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	1,58
Eigenkapitalkosten	10,7%
<i>Zielgewichtung</i>	80,0%
Fremdkapitalkosten	7,0%
<i>Zielgewichtung</i>	20,0%
Taxshield	25,0%
WACC	<b>9,6%</b>

### Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	8,6%	9,1%	9,6%	10,1%	10,6%
19,3%	30,44	27,98	25,87	24,05	22,45
21,3%	33,28	30,54	28,19	26,15	24,37
23,3%	36,12	33,09	<b>30,50</b>	28,25	26,29
25,3%	38,96	35,65	32,81	30,35	28,21
27,3%	41,80	38,20	35,12	32,45	30,12

## Fazit

Kursziel erhöht; Wachstum sollte sich in 2012 und darüber hinaus fortsetzen

Die euromicron AG konnte auch dank der Akquisition der telent im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 in eine neue Umsatz- und Ertragsdimension vordringen. Sowohl beim Umsatz als auch beim operativen Ergebnis konnten Rekordwerte erzielt werden. Die Umsätze auf Konzernebene lagen erstmalig über der Schwelle von 300 Mio. €. Die EBIT-Marge lag trotz der Integrationskosten sowie einer geringeren Ergebnismarge von telent mit annähernd 8 % bereits fast im vom Management angestrebten Zielkorridor.

Auch auf der bilanziellen Seite konnte euromicron deutliche Fortschritte erreichen. Trotz einer deutlichen Verlängerung der Bilanzsumme infolge der Übernahme von telent lag die Eigenkapitalquote mit 45,2 % auf einem konstant soliden Niveau. Hierfür mitverantwortlich war die erfolgreiche Kapitalmaßnahme in 2011. Die Kennzahl Nettoverschuldung/ EBITDA liegt per Ende 2011 mit rund 2 auf einem moderaten Niveau und ist Ausdruck der soliden Bilanzrelationen.

Wir sind zuversichtlich, dass sich der Wachstumskurs der euromicron-Gruppe auch im laufenden Geschäftsjahr 2012 weiter fortsetzt. Als wesentlichen Wachstumstreiber sehen wir für 2012 und darüberhinaus die Investitionen in die Netzwerkinfrastruktur. Die Netzwerkinfrastruktur wird in Zukunft ein zunehmend wichtigerer Standort- und Wettbewerbsfaktor. Des Weiteren ist euromicron mit einem Rekordauftragsbestand in das neue Jahr gestartet und die Auftragslage hat sich nach Unternehmensangaben in den ersten Monaten 2012 weiter erfreulich entwickelt.

Die von uns ermittelten Bewertungskennzahlen indizieren eine Unterbewertung der Aktie. Das erwartete KGV für 2012 sowie 2013 liegt mit unter 9 respektive unter 8 auf einem attraktiven Niveau. Auch das 2012er EV/EBITDA von rund 6 deutet auf eine wenig ambitionierte Bewertung der Aktie hin. Zudem beträgt die Dividendenrendite mehr als 5 %.

**Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 30,50 € (bisher: 29,04 €) für die Aktie der euromicron AG ermittelt. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs sehen wir folglich noch ein Kurspotential von rund 40 %. Damit bekräftigen wir unsere Kaufempfehlung für die Aktie der euromicron AG.**

## 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 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 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**

**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)