

25. April 2009

Analyse

Coverage: Seit Q1/2007

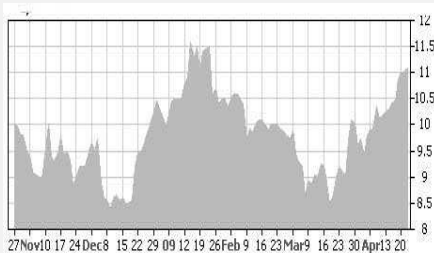
Events:

15.05.2009 Zwischenbericht Q1
 18.06.2009 Hauptversammlung
 14.08.2009 Halbjahresbericht 09
 13.11.2009 Zwischenbericht Q3

Index/Industry/Sector:
Communications Technology

EREIGNIS: Aktuelle Einschätzung

Empfehlung: Kaufen **Fair Value (alt):** € 20.40
Fair Value (neu): € 18.40 **Letzter Preis:** € 11.10

Price/Volume/Chart**Auch in der Krise aussichtsreich**

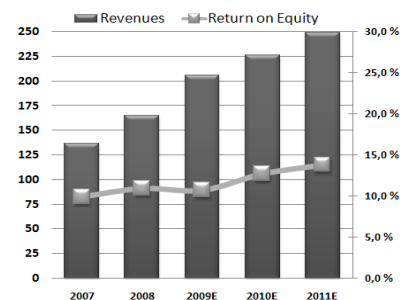
- Euromicron verzeichnet nach wie vor einen soliden Auftragsbestand in Höhe von 70,6 Mio. Euro und wird von den notwendigen Infrastruktur-Investitionen der Kunden profitieren.
- Festigung des operativen Geschäfts durch Integration der akquirierten Unternehmen stehen 2009 im Vordergrund.
- Die Multiplikatoren sind nach wie vor außerordentlich attraktiv. Wir halten daher an unserer Kaufempfehlung fest.

SWOT

- + Leistungsportfolio
- + flächendeckende Präsenz in D.
- + Bedarf an Ausbau und Modernisierung der TK-Netze
- + Breitbandstrategie d. Bundesreg.
- + Investitionsbereitschaft (BREKO)
- + hohe Wachstumsraten
- + günstige Bewertungskennzahlen

COMPANY DESCRIPTION

Die euromicron AG ist ein führender Lösungsanbieter der Netzwerk- und Lichtwellenleiter-Technologie. Die Gesellschaft hat ihren Sitz in Frankfurt am Main und wurde 1994 gegründet, daneben unterhält sie Niederlassungen in Frankreich, Polen, Singapur und Dubai. Die euromicron AG beschäftigt derzeit 979 Mitarbeiter.

HISTORY & ESTIMATES**ANALYST**

Dr. Norbert Kalliwoda, CEFA
 DWFA-Analyst Dipl.-Kfm.
 +49 (69) 97205853
 nk@kalliwoda.com
 www.kalliwoda.com

See also
 Kalliwoda Recommendations
 on Terminal:

- Bloomberg
- Thomson Reuters
- JCF FactSet
- vwd group

Copyright © 2008 DR. KALLIWODA | RESEARCH

Euromicron AG

Figures in EUR	2007	2008	2009E	2010E	2011E
Umsatzerlöse (Mio. €)	136.46	164.63	205.79	226.36	249.00
Betriebsergebnis (Mio. €)	12.00	16.00	17.82	20.62	22.24
Nettoergebnis (Mio. €)	7.00	8.07	8.25	10.19	11.30
Ergebnis je Aktie (€)	1.53	1.78	1.77	2.19	2.43
Dividende je Aktie (€)	0.80	0.80	0.80	0.90	0.90
Eigenkapitalrendite (%)	9.90 %	10.93 %	10.71 %	12.73 %	13.81 %

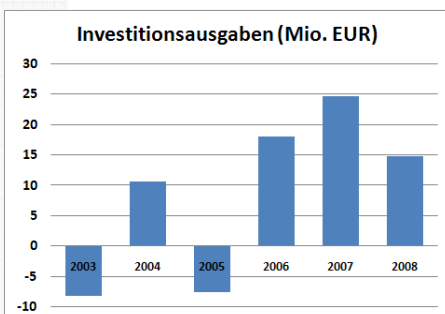
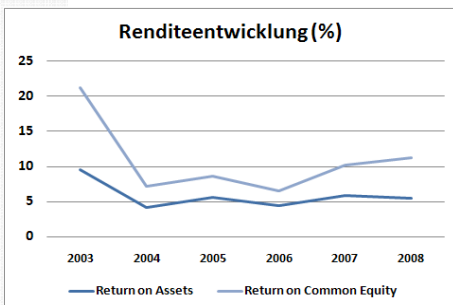
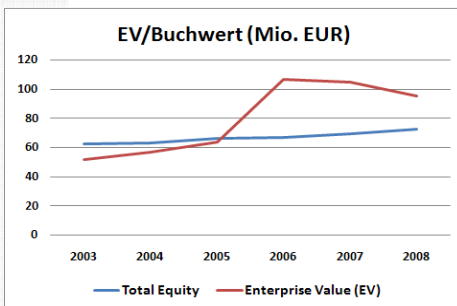
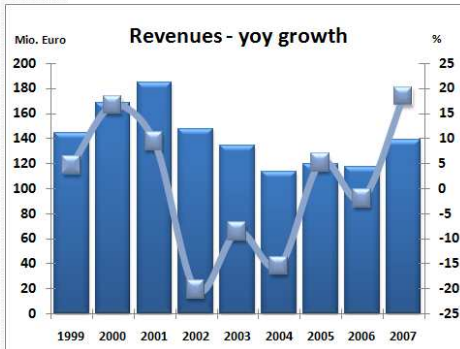
Price (€)	11.10	Shares out (mln)	4.66
52w high (€)	17.45	Avrg Vol	5135
52w low (€)	8.1	Free Float (in %)	47.71 %
Market Cap (Mio. €)	51.7	Weight in Tec All Share	0.131 %
Last Dividend (€)	0.80	Kürzel	EUC
Accounting Stand.	IFRS	Reuters code	EUCG.DE
Web Page	www.euromicron.de	WKN	566000

Source: DR.KALLIWODA | RESEARCH © 2009

Inhaltsverzeichnis

1	Geschäftsentwicklung.....	3
2	Kennzahlen.....	5
3	Finanzplanung	6
3.1	Bilanzen	6
3.2	Gewinn- und Verlustrechnung	7
4	Unternehmensbewertung.....	8
4.1	Discounted Cashflow Methode	8
4.2	Gewichteter Kapitalkostensatz (WACC)	9
4.3	Fair Value – Sensitivitäten.....	9
5	Peer Group Analyse	10
5.1	Bewertungsabschlags/-zuschlags.....	11
6	Kontakt.....	12
7	DISCLAIMER	13

1 Geschäftsentwicklung

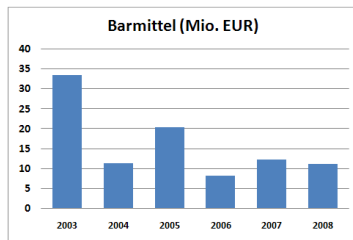


Der Geschäftsbericht der Euromicron AG zeigte zuletzt eine Steigerung der Umsatzerlöse um über 20,6 Prozent auf 164,6 Mio. Euro. Von den Zuwächsen der Umsatzerlöse entfallen dabei allein auf das Geschäftsfeld Projekte und Systeme 106,4 Mio. Euro (+ 25,0 Prozent) und das Geschäftsfeld Komponenten und Konfektionierung 52,7 Mio. Euro (+ 7,5 Prozent). Auch im Schlussquartal konnte damit der Ausbau des Kerngeschäfts vorangetrieben werden. Trotz der widrigen Rahmenbedingungen ist bis dato von einer Investitionszurückhaltung der Kunden nichts zu spüren. So stieg der Auftragsbestand gegenüber dem Vorjahr leicht von 69,4 Mio. Euro auf 70,6 Mio. an. Unsere bisherigen Prognosen und die jüngst veröffentlichten Zahlen stellen sich wie folgt dar.

Zahlenangaben in Mio. EUR	Prognoseabweichung		
	Prognose	Berichtet	Abweichung
Umsatzerlöse	180,10	164,63	-15,41
EBIT	15,62	16,00	0,38
Nettoergebnis	8,73	8,07	-0,66
EPS	1,87	1,87	-0,09

Die euromicron AG verzeichnete trotz gestiegener Materialaufwendungen einen überproportionalen Anstieg des operativen Ergebnisses. Mit einer Marge von 9,7 Prozent gegenüber den 8,8 Prozent des Vorjahres und einem Anstieg um 33 Prozent auf 16 Mio. Euro erreichte die Gesellschaft ein neues Rekordniveau.

Auch die Bilanzrelationen bleiben solide. Nach den endgültigen und testierten Geschäftszahlen beträgt die Eigenkapitalquote 42 Prozent. Im kurzfristigen Bereich sehen wir hinsichtlich der Bestandsfestigkeit keine Schwierigkeiten. So ist die Umlaufgeschwindigkeit der Forderungen gegenüber dem Vorjahr annähernd gleich geblieben. Darüber hinaus stehen der Gesellschaft bisher nicht genutzte Kreditlinien in Höhe von 20 Mio. Euro zur Verfügung. Mit einer Eigenkapitalrendite von 10,9 Prozent konnten die Kapitalkosten erwirtschaftet werden.



Werttreiber

Breitbandstrategie der Bundesregierung

Werttreiber

Industrielle Drahtlos-Netzinfrastrukturen

Bewertungsmultiple attraktiv – hohe Dividendenrendite – positiver Ausblick

Der Bundesverband Breitbandkommunikation (BREKO) teilte vor kurzem mit, dass die angeschlossenen Verbandsmitglieder 2008 für den Ausbau des Breitband-Netzes zusammen etwa 1,1 Milliarden Euro investiert haben und auch für das laufende Jahr 2009 ein Anstieg der Investitionen um weitere zehn Prozent geplant sei.

Die vom Bundeswirtschaftsministerium veröffentlichte Breitbandstrategie der Bundesregierung wurde mit dem Konjunkturpaket nur unzureichend bedacht. So stehen bislang aus dem Konjunkturprogramm rund 500 Mio. Euro für Investitionen in den IT-Bereich zur Verfügung.

Der Branchenverband Bitkom rechnet in seiner Berliner Erklärung mit einem Investitionsbedarf von bis zu 50 Milliarden Euro für den flächendeckenden Ausbau des Glasfasernetzes.

Ein weiteres positives Signal stammt von dem Marktforschungsinstitut VDC Research, die in ihrem Supply-Side-Analysis Report den Markt für industrielle Drahtlos-Netzinfrastruktur-Komponenten untersuchten. Hiernach soll der Weltmarkt für Infrastruktur-Komponenten für drahtlos Netze bis 2012 mit einem durchschnittlichen Wachstum von 25,4 Prozent jährlich zulegen. Von der Untersuchung erfasst wurden Wireless Access Points, Antennen, Bridges, Gateways, Device Server, Repeater, Modems, Multiplexer, Router, Switches und Transceiver. VDC Research führt die günstigen Wachstumsaussichten auf die zunehmende Akzeptanz drahtloser Netze in der Industrie zurück (Quelle: Markt & Technik, Heft 5/2009, S. 8).

Das Management rechnet für das Gesamtjahr 2009 mit Umsatzerlösen in Höhe von 250 Mio. Euro, die schon bald auf 300 Mio. Euro gesteigert werden sollen. Hinsichtlich der EBIT-Marge strebt der Vorstand eine Zielrendite, die zwischen 8 und 11 Prozent liegt, an.

Wir halten diese Prognose für realistisch und umsetzbar und haben daher in unserem Prognosemodell ein Umsatzwachstum von 25 Prozent bei einer EBIT-Marge von 9 Prozent unterstellt. Für das erste Quartal 2009 rechnen wir mit einem Anstieg der Umsätze auf 47 Mio Euro bei einem EBIT von 1,8 Mio. Euro und einem Nettoergebnis von 1,1 Mio. Euro. Durch den stark gefallen Aktienkurs ergeben sich gegenwärtig auf Basis unserer Schätzungen für das laufende Geschäftsjahr attraktive Multiples. So liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis bei 6,2, das Kurs-Cashflow-

Verhältnis bei 5,6, das Kurs-Buchwert-Verhältnis bei 0,7 und die Dividendenrendite bei 7,2 Prozent. Da das Bewertungsniveau der Wettbewerber jedoch in den letzten Monaten gefallen ist, mussten wir dies in unsere Bewertung einfließen lassen.

Unser Kursziel auf 12-Monatssicht haben wir daher von 20,40 Euro auf 18,40 Euro nach unten korrigiert. Unser DCF-Modell impliziert damit weiterhin ein beachtliches Kurspotenzial von rund 65,7 Prozent. Auf Basis unseres Discounted-Cashflow-Modells leiten wir daher einen fairen Wert von EUR 18,40 für die Aktie der euromicron AG ab. Unsere Empfehlung lautet daher nach wie vor auf „kaufen“.

2 Kennzahlen

Kennzahlen - Euromicron AG					
Aktienkursbezogene Kennzahlen (EUR)		GuV-Kennzahlen (EUR, M)		Bewertungskennzahlen	
Letzter Kurs	11.08	Umsatzerlöse, LFI:	43.37	Curr P/E Normalized, LFY:	5.69
Datum	09.04.2009	Umsatzerlöse, LTM:	167.25	Curr EV/Tot Revenue	0.21
Kurs - 52 W Hoch:	17.45	Umsatzerlöse, LFY:	167.25	Curr EV/EBITDA (LFI)	1.88
Datum (Hoch)	07.05.2008	EBITDA, LFI:	10.35	Curr EV/EBIT (LFI)	2.21
Kurs - 52 Wochentief:	8.1	EBITDA, LTM:	18.85	Curr Mkt Cap (m):	45.57
Datum (Tief)	08.12.2008	EBITDA, LFY:	18.04	(+) Tot Debt Cap, LFI (m):	1.1
Kurs % 1-Tag:	-2.13%	EBIT, LFI:	9.18	(-) Cash & Equiv, LFI (m):	-11.25
Kurs % 4-Wochen:	12.44%	EBIT, LTM:	16	(=) Curr EV, LFI (m):	35.42
Kurs % 13-Wochen:	-3.44%	EBIT, LFY:	16	Curr EV/Tot Revenue (LFY):	0.56
Kurs % 26-Wochen:	-3.16%	Ergebnis vor Steuern, LFI:	7.2	Curr EV/EBITDA (LFY):	5.21
Kurs % 52-Wochen:	-26.67%	Ergebnis vor Steuern, LTM:	12.04	Curr EV/EBIT (LFY):	5.88
Kurs % Chg YTD:	-3.16%	Ergebnis vor Steuern, LFY:	12.04	Curr Mkt Cap (m):	45.57
10 Day Avg tgl Vol (M):	0	Nettoergebnis, LTM:	5.36	(+) Tot Debt Cap, LFY (m):	59.69
3 Mo Avg monatliches Vol (M):	0.05	Nettoergebnis, LFY:	8.73	(-) Cash & Equiv, LFY (m):	-11.25
Beta 2Yr (monatlich)	0.95	Income Avail Comm, LTM:	8.73	(=) Curr EV, LFY (m):	94.01
Kennzahlen je Aktie		Profitabilität - Margen (%)		Deckungsgrade	
Ergebnis je Aktie LFY	1.78	Rohergebnis % Marge, LTM:	48.62	Quick Ratio, LFY:	0.88
Umsatzerlöse je Aktie, LFY	36.89	Rohergebnis % Marge, LFY:	48.62	Curr Ratio, LFI:	1.08
Tot Cash je Aktie, LFY:	2.5	EBITDA Marge, LTM:	11.27	Curr Ratio, LFY:	1.08
Cash Flow je Aktie, LFY:	2.38	EBITDA Marge, LFY:	10.79	LT Debt/Tot Eqty, LFI:	0
Buchwert je Aktie, LFI:	16.15	Betriebsergebnis Marge, LFI:	21.16	LT Debt/Tot Assets, LFI:	18.52
Buchwert je Aktie, LFY:	16.15	Betriebsergebnis Marge, LTM:	9.57	Tot Debt/Tot Eqty, LFY:	80.59
Wachstumsraten (%)		Renditekennzahlen (%)		Mitarbeiter	
Umsatz, %Yr/Yr, LFI:	-11.23	ROC Tot LT Cap, LFI:	22	Anzahl der Mitarbeiter	924
Umsatz, %Yr/Yr, LTM:	20.66	ROC Tot LT Cap, LTM:	8.81	Umsatzerlöse/Mitarbeiter, LFI:	189,061.50
Umsatz, %Yr/Yr, LFY:	20.66	ROC Tot LT Cap, LFY:	8.81	Umsatzerlöse/Mitarbeiter, LTM:	181,789.10
Umsatz - 5 Yr. Wachstumsrate:	4.45	ROE Comm Eqty, LFI:	28.66	Umsatzerlöse/Mitarbeiter, LFY:	185,828.90
EPS, %Yr/Yr, LFI:	335.46	ROE Comm Eqty, LTM:	11.32	Nettoergebnis/Mitarbeiter, LFI:	23,364.01
EPS, %Yr/Yr, LTM:	23.85	ROE Comm Eqty, LFY:	11.32	Nettoergebnis/Mitarbeiter, LTM:	9,492.39
EPS, %Yr/Yr, LFY:	16.78	ROA Tot Assets, LFI:	13.21	Nettoergebnis/Mitarbeiter, LFY:	9,703.33

3 Finanzplanung

3.1 Bilanzen

Bilanzen															
Position/Jahr	2007			2008			2009E			2010E			2011E		
	TEUR	%	Δ%	TEUR	%	Δ%	TEUR	%	Δ%	TEUR	%	Δ%	TEUR	%	Δ%
Aktiva															
Langfristige Vermögenswerte															
Immaterielle Vermögensgegenstände	72,660	49.1	34	86,103	50.0	19	90,408	51.5	5	94,929	54.1	5	99,675	56.8	5
Sachanlagen	8,009	5.4	49	8,965	5.2	12	9,413	5.4	5	9,884	5.6	5	10,378	5.9	5
Finanzanlagen	66	0.0	-60	44	0.0	-33	50	0.0	14	50	0.0	0	50	0.0	0
Übrige Forderungen undsonstige VG	84	0.1	68	108	0.1	29	100	0.1	-7	100	0.1	0	100	0.1	0
Latente Steuern	2,296	1.6	23	1,042	0.6	-55	1,094	0.6	5	1,149	0.7	5	1,206	0.7	5
Summe langfristige Vermögenswerte	83,115	56.2	35	96,262	55.9	16	101,066	57.6	5	106,111	60.4	5	111,409	63.4	5
Summe kurzfristige Vermögenswerte	64,897	43.8	35	75,853	44.1	17	74,542	42.4	-2	72,995	41.6	-2	73,975	42.1	1
Bilanzsumme	148,012	100.0	35	172,115	100.0	16	175,607	100.0	2	179,106	100.0	2	185,385	100.0	4
Eigenkapital															
Gezeichnetes Kapital	11,914	8.0	0	11,914	6.9	0	11,914	6.8	0	11,914	6.8	0	11,914	6.8	0
Eigene Anteile	-1,680	-1.1		-2,941	-1.7		-2,311	-1.3		-2,626	-1.5		-2,468	-1.3	
Kapitalrücklage	61,781	41.7	0	61,781	35.9	0	61,781	35.2	0	61,781	35.2	0	61,781	35.2	0
Konzernrücklagen und Ergebnisvorräte	-9,086	-6.1	-11	-5,689	-3.3	-37	-3,388	-1.9	-40	-2,156	-1.2	-36	-1,722	-1.0	-20
Unterschiedsbetrag Marktbewertung Wertpapiere	-170	-0.1	85	-429	-0.2	152	-322	-0.2	-25	-108	-0.1	-66	-56	-0.1	-48
Kumuliertes sonstiges Gesamtergebnis	7,002	4.7	60	8,067	4.7	15	8,248	4.7	2	10,193	5.8	24	11,302	6.4	11
Minderheitenanteile	684	0.5	55	1,098	0.6	61	1,100	0.6	0	1,100	0.6	0	1,100	0.6	0
Eigenkapital	70,445	47.6	5	73,801	42.9	5	77,023	43.9	4	80,098	45.6	4	81,851	46.6	2
Langfristige Schulden	27,370	18.5	530	28,348	16.5	4	31,141	17.7	10	28,386	16.2	-9	25,999	14.8	-8
Rückstellungen	644	0.4	-9	446	0.3	-31	849	0.5	90	910	0.5	7	910	0.5	0
Verbindlichkeiten	23,615	16.0		23,607	13.7	-0	25,968	14.8	10	23,371	13.3	-10	21,034	12.0	-10
Latente Steuern	3,111	2.1	1	4,295	2.5	38	4,324	2.5	1	4,105	2.3	-5	4,055	2.3	-1
Langfristige Schulden	27,370	18.5	530	28,348	16.5	4	31,141	17.7	10	28,386	16.2	-9	25,999	14.8	-8
Kurzfristige Schulden	50,197	33.9	32	69,966	40.7	39	67,444	38.4	-4	70,622	40.2	5	77,536	44.2	10
Bilanzsumme	148,012	100.0	35	172,115	100.0	16	175,607	100.0	2	179,106	100.0	2	185,385	100.0	4

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2009

3.2 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung															
	2007			2008			2009E			2010E			2011E		
	TEUR	%	Δ %	TEUR	%	Δ %	TEUR	%	Δ %	TEUR	%	Δ %	TEUR	%	Δ %
Umsatzerlöse	136,457	100.0	18	164,628	100.0	21	205,785	100.0	25	226,364	100.0	10	249,000	100.0	10
Bestandsveränderungen	-2,576	-1.9	-17	-1,427	-0.9	-45	-2,368	-1.2	66	-2,124	-0.9	-10	-1,973	-0.9	-7
Aktivierete Eigenleistungen	784	0.6	-12	358	0.2	-54	678	0.3	89	607	0.3	-11	548	0.2	-10
Gesamtleistung	134,665	98.7	18	163,559	99.4	21	204,095	99.2	25	224,847	99.3	10	247,575	109.4	10
Sonstige betriebliche Erträge	2,153	1.6	84	2,618	1.2	22	2,469	1.2	-6	2,716	1.2	10	2,988	1.2	10
Materialaufwand	-62,345	-45.7	7	-83,517	-50.7	34	-103,098	-50.1	23	-113,182	-50.0	10	-123,255	-49.5	9
Rohergebnis	74,473	54.6	31	82,660	50.2	11	103,466	50.3	25	114,381	55.6	11	127,308	61.9	11
Personalaufwand	-39,543	-29.0	23	-43,009	-26.1	9	-59,678	-29.0	39	-65,645	-29.0	10	-72,210	-29.0	10
Abschreibungen	-3,210	-3.0	68	-2,847	-1.7	-11	-3,704	-1.8	30	-4,075	-1.8	10	-4,731	-1.9	16
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-19,711	-14.4	32	-20,804	-12.6	6	-22,260	-10.8	7	-24,041	-11.7	8	-28,128	-13.7	17
Betriebsergebnis	12,009	8.8	56	16,000	9.7	33	17,824	8.7	11	20,620	10.0	16	22,239	10.8	8
Finanzergebnis	-1,933	-1.4	275	-3,962	-2.4	105	-4,322	-2.1	9	-4,109	-2.0	-5	-3,943	-1.9	-4
Ergebnis vor Steuern (u. Minderheit.)	10,076	7.4	40	12,038	7.3	19	13,502	6.6	12	16,511	8.0	22	18,296	8.9	11
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-2,592	-1.9	1	-3,305	-2.0	28	-4,388	-2.1	33	-5,366	-2.6	22	-5,946	-2.9	11
Ergebnis vor Minderheitenanteilen	7,484	5.5	62	8,733	5.3	17	9,114	4.4	4	11,145	5.4	22	12,349	6.0	11
Minderheitenanteile	-482	-0.4	94	-666	-0.4	38	-866	-0.4	30	-952	-0.5	10	-1,048	-0.5	10
Periodenüberschuss	7,002	5.1	60	8,067	4.9	15	8,248	4.0	2	10,193	5.0	24	11,302	5.5	11
<i>Ergebnis je Aktie (unverwässert) reported</i>	1.53		61	1.78		16	1.77		-1	2.19		24	2.43		11
<i>Ergebnis je Aktie (verwässert) reported</i>	1.53		61	1.78		16	1.77		-1	2.19		24	2.43		11

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2009

4 Unternehmensbewertung

4.1 Discounted Cashflow Methode

Für die Ermittlung des Fair Values wurde ein dreistufiges Discounted Cashflow Modell sowie die Marktdaten der Peergroup-Unternehmen herangezogen. Als Datenbasis für die Bewertungen wurden die Konzernabschlüsse verwendet. Dem unterjährigen Bewertungsstichtag wurde durch die Abzinsung der operativen Free Cashflows auf den Bewertungsstichtag Rechnung getragen. Als Bewertungsstichtag wurde der 01.04.2009 gewählt. Soweit nicht betriebsnotwendiges Vermögen vorhanden war, wurde dessen Wert gesondert ermittelt und dem Barwert der Ausschüttungen zugerechnet.

Daran anknüpfend folgt die Residualwertphase, bei der wir mit einer Wachstumsrate von 3 Prozent p.a. kalkulieren.

Entity Approach

Bewertungsstichtag
01.04.2009

3-Phasen-Modell

Wachstum im Terminal
Value 3 Prozent

/ Discounted Cash Flow-Modell (Basis 2009)						
	Phase 1					
(Mio. EUR)	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Umsatz	205.785	226.364	249.000	261.450	274.522	288.248
Veränderungsrate	10%	10%	10%	5%	5%	5%
EBIT	17.824	20.620	22.239	22.683	23.137	23.600
Veränderungsrate	-	16%	8%	2%	2%	2%
Marge	8.7%	9.1%	8.9%	8.7%	8.4%	8.2%
Zins/Beteiligungsergebnis	-4.322	-4.109	-3.943	-3.756	-3.550	-3.210
EBT ex. Zinsergebnis	13.502	16.511	18.296	18.927	19.587	20.390
operativer Steueraufwand	-4.388	-5.366	-5.946	-5.773	-5.974	-6.219
Steuerquote (ex. Zinsergebnis)	32.5%	32.5%	32.5%	30.5%	30.5%	30.5%
Abschreibungen imm. Verm. u. Sachanl.	3.704	4.075	4.731	4.352	3.845	2.780
Abschreibungsquote (% Umsatz)	1.8%	1.8%	1.9%	1.7%	1.4%	1.0%
Veränderung langf. Rückstellungen	0.403	0.061	0.000	0.300	0.300	0.300
Anteil Umsatz	0.2%	0.0%	-	0.1%	0.1%	0.1%
CF-Geschäftsbedarf (Veränderung WC)	1.211	-4.726	-5.933	1.200	-3.500	-3.900
Working-Capital-Ratio (%Umsatz)	0.6%	-2.1%	-2.4%	0.5%	-1.3%	-1.4%
Sachanlageinvestitionen	-7.625	-5.430	-9.320	-6.900	-7.258	-7.586
Investitionsquote (% Umsatz)	-3.7%	-2.4%	-3.7%	-2.6%	-2.6%	-2.6%
Sonstige Anpassungen	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Free Cash-Flow	6.807	5.125	1.828	12.106	7.000	5.765

Dr. Kalliwoda | Research © 2009

4.2 Gewichteter Kapitalkostensatz (WACC)

Der Diskontierungssatz wurde mit Hilfe der gewichteten Kapitalkosten ermittelt. Wir gehen davon aus, dass die Zielkapitalstruktur sich in den kommenden Geschäftsjahren verbessern wird.

Anpassungen des Fremdkapitals an den gegenwärtigen Marktzins wurden nicht getätigt. Die risikofreie Rendite basiert auf der Durchschnittsrendite 30jähriger Bundesanleihen (Quelle: Börse Stuttgart). Die Ermittlung der Risikoprämie folgt dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) und deckt insbesondere die systematischen Risiken (Marktrisikoprämie bzw. unternehmensspezifisches Risiko) ab. Die Marktrisikoprämie in unserem Modell basiert auf anerkannten Studien. Die aus dem universitären Bereich ermittelten Marktrisikoprämien schwanken je nach Markt, Betrachtungsperioden und Methodik in aller Regel zwischen 5 und 8 Prozent. Der von uns verwendete Betawert zur Ermittlung des unternehmensspezifischen Risikos, orientiert sich an der Wertentwicklung des Referenzindex TecDax.

4.3 Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 18,44. Er ist damit um 66,4 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 11,08). Die Modifikation der Aktionsparameter im Terminal Value sind der nachstehenden Sensitivitätsanalyse zu entnehmen. Diese zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes unter verschiedenen Szenarien. Die aufgezeigte Bewertungsbreite schwankt zwischen 14,75 Euro und 26,52 Euro.

// WACC-Berechnung

Wachstumsprämissen	
Langfristiges Wachstum / Inflationsrate	3.0%
Angleichungsphase (ab 2015)	5 Jahre
Anfangswachstum des Umsatzes	1.0%
Margenentwicklung (p.a.)	+3 BP
Eigenkapitalkosten	
Langfristiger risikoloser Zinssatz	4.8%
Risikoprämie Markt / Aktienmarktrendite	5.0%
Beta des Unternehmens (Näherung)	0.94
Eigenkapitalkostensatz	9.5%
Fremdkapitalkosten	
Fremdkapitalkostensatz (vor St.)	7.0%
Steuersatz auf Fremdkapitalzinsen	30.0%
Fremdkapitalkostensatz (nach St.)	4.9%
Wert des Eigenkapitals	
Wert des Eigenkapitals	74
Wert des Fremdkapitals	98
Gearing	132.8%
WACC	6.88%

Sensitivitätsanalyse je Aktie

(EUR)	Diskontierungszinssatz				
	6.38%	6.63%	6.88%	7.13%	7.38%
β = 0.94					
2.0%	18.24	17.23	16.32	15.50	14.75
2.5%	19.51	18.32	17.26	16.31	15.46
3.0%	21.16	19.71	18.44	17.33	16.34
3.5%	23.37	21.54	19.98	18.62	17.44
4.0%	26.52	24.07	22.04	20.33	18.87

Sensitivitätsanalyse Marktkapitalisierung

(Mio.EUR)	Diskontierungszinssatz				
	6.38%	6.63%	6.88%	7.13%	7.38%
β = 0.94					
2.0%	85.01	80.29	76.05	72.21	68.73
2.5%	90.92	85.36	80.43	76.02	72.06
3.0%	98.59	91.84	85.94	80.75	76.14
3.5%	108.92	100.38	93.08	86.78	81.28
4.0%	123.60	112.17	102.71	94.75	87.94

5 Peer Group Analyse

Die aus unserem DCF-Modell hervorgegangene Bewertung der euromicron AG haben wir zusätzlich mit Hilfe einer Peer Group Analyse einer Plausibilitätsprüfung unterzogen. Dabei haben wir vorrangig Unternehmen ausgewählt, die sich auf dem Markt für LWL/Glasfasertechnologie-Anwendungen fokussieren. Multiplikatorverfahren basieren auf einer vergleichenden Betrachtungsweise, indem geeignete Vervielfältiger aus Kapitalmarktdaten und Finanzberichterstattung börsennotierter Vergleichsunternehmen auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden.

Die Ausgangsdaten der Vergleichsunternehmen (Angaben in der jeweiligen Landeswährung) stammen von dem Informationsdienstleister Reuters.

Peer Group - LWL/Glasfaser-Technologie										
Mio. € bzw. € per share	Price	Market Cap.	Enterprise Value	Total Equity	Revenues		EBIT		EPS	
					2008	2009E	2008	2009E	2008	2009E
ADC	4.90	473.00	609.89	914.20	1,456.40	1,073.00	-38.90	9.65	-0.38	0.04
Alliance Fiber Optic Products Inc.	0.68	28.56	5.16	47.96	38.75	39.55	2.95	3.02	0.10	0.13
Avanex	2.20	34.33	0.89	85.40	208.90	137.69	1.70	-26.21	0.31	-1.54
Huber & Suhner	29.95	571.35	432.47	460.88	760.21	761.31	85.29	86.65	3.09	3.18
Molex	15.36	2,660.82	2,505.10	2,676.00	3,328.00	2,573.00	317.95	94.68	1.19	0.44
Belden	14.21	685.49	1,048.08	570.87	2,005.89	1,560.23	-342.90	123.48	-8.08	1.53
Bel Fuse	15.62	180.17	87.47	217.77	258.35	181.40	-21.11	-12.40	-1.30	-0.82
Corning	15.72	24,445.00	23,282.00	13,443.00	5,948.00	4,431.00	1,520.00	-70.30	3.32	0.72
euromicron AG	11.08	51.73	41.43	72.70	167.25	174.36	16.00	15.68	1.78	1.86

Dr. Kalliwoda | Research - Daten: ThomsonReuters

5.1 Bewertungsabschlag/-zuschlag

Multiples - Peergroup - LWL/Glasfasertechnologie								
	EV/Umsatz		EV/EBIT		KGV		EBIT-Margin	
	2008	2009E	2008	2009E	2008	2009E	2008	2009E
ADC	0.42	0.57	-15.68	63.20	-12.89	122.50	-2.67	0.90
Alliance Fiber Optic Products	0.13	0.13	1.75	1.71	6.80	5.23	7.61	7.64
Avanex	0.00	0.01	0.52	-0.03	7.10	-1.43	0.81	-19.04
Huber & Suhner	0.57	0.57	5.07	4.99	9.69	9.42	11.22	11.38
Molex	0.75	0.97	7.88	26.46	12.91	34.91	9.55	3.68
Belden	0.52	0.67	-3.06	8.49	-1.76	9.29	-17.09	7.91
Bel Fuse	0.34	0.48	-4.14	-7.05	-12.02	-19.05	-8.17	-6.84
Corning	3.91	5.25	15.32	-331.18	4.73	21.83	25.55	-1.59
Mittelwert	0.76	0.98	1.09	-25.69	2.24	20.89	4.04	1.45
euromicron AG	0.21	0.20	2.15	2.20	5.56	5.32	9.57	8.99
Premium(+)/Discount (-)	-72.99	-79.93	97.37	-108.55	148.73	-74.52		

DR. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2009

6 Kontakt

euromicron Aktiengesellschaft

Telefon: + 49 (0) 69 – 63 15 83 - 0

Telefax: + 49 (0) 69 – 63 15 83 - 17

Speicherstraße 1
D-60596 Frankfurt

E-Mail: ir-pr@euromicron.de

DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows		Unterlindau 22 60323 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 www.kalliwoda.com
Head: Dr. Norbert Kalliwoda E-Mail: nk@kalliwoda.com	CEFA-Analyst; University of Frankfurt Economics; Dipl.-Kfm.	<u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
Michael John E-Mail: mj@kalliwoda.com	Dipl.-Ing. (Aachen)	<u>Sectors:</u> Chemicals, chemical engineering, basic metals, renewable energies, laser/physics
Dr. Thomas Krassmann E-Mail: tk@kalliwoda.com	Dipl.-Geologist, M.Sc.; University of Göttingen & Rhodes University, South Africa;	<u>Sectors:</u> Raw Materials, Mining, Precious Metals, Gem stones.
Wolfgang Neuner E-Mail: wn@kalliwoda.com	MBA (Candidate 2009 Uni. Iowa (US)) and Dipl.-Kfm. (Major Finance and Monetary Economics 2009).	<u>Sectors:</u> Banks, Financial Services, Real Estates - REITS.
Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
Dr. Erik Schneider E-Mail: es@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
David Schreindorfer E-Mail: ds@kalliwoda.com	MBA, Economic Investment Management; Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
Hellmut Schaarschmidt; E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
Nele Rave E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; Native Speaker, German School London,	<u>Translations English</u>

Also view Sales and Earnings Estimates:

DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of
Bloomberg
Thomson Reuters
vwd group
JCF FactSet

Analyst of this research: Dr. Norbert Kalliwoda, CEFA



7 DISCLAIMER

KAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens 20 % aufweisen	BUY
AKKUMULIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 10% und 20% aufweisen	ACCUMULATE
HALTEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 10% und - 10% aufweisen	HOLD
REDUZIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen -10% und - 20% aufweisen	REDUCE
VERKAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens - 20 % aufweisen	SELL

Additional Disclosure/Erklärung

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

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

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

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

Mögliche Interessenskonflikte

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

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

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

DISCLAIMER

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

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

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