

Flash Note

BUY

Target Price: 25,70 EUR

Branche: Technologie
Land: Deutschland
WKN: 566000
Reuters: EUCG.DE
Webseite: www.euromicron.net

Kurs aktuell:		19.53
	Hoch	Tief
Kurs 52 W.:	23.96	16.05
Marktkap. (Mio. EUR)		97.12
Anzahl Aktien (in Mio.)		4.97

Aktionäre

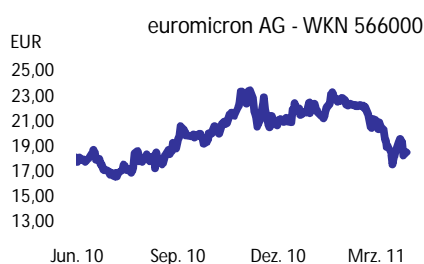
Freefloat	80.5%
Allianz Global Investors	5.2%
Universal-Investment	5.0%
Uniton Investment	3.2%
LBBW Asset Management	3.1%
Erste Sparinvest KAG	3.0%

Performance

4 Wochen	-7.3%
13 Wochen	-9.8%
26 Wochen	0.9%
52 Wochen	11.9%
lfd. Jahr	-12.8%

Dividende

	in EUR	in %
2008	1.00	56%
2009e	1.00	42%
2010e	1.15	50%
2011e	1.29	50%



Dr. Norbert Kalliwoda
nk@kalliwoda.com

Phone: +49 (69) 97 20 58 53
www.kalliwoda.com

euromicron AG

Vorabzahlen für 2010 bestätigen Wachstumsprognose

- Die euromicron AG informiert in einer Pressemitteilung, dass die Veröffentlichung des Jahresabschluss um 3 Wochen auf den 21. April verschoben werden muss: Die neue Wirtschaftsprüfungsgesellschaft der euromicron AG, PricewaterhouseCoopers konnte seine Arbeit erst Anfang Dezember 2010 aufnehmen.
- Es wurde jedoch entschieden, auf Basis ungeprüfter Zahlen Vorabinformationen für die Aktionäre zu Verfügung zu stellen. Der positive Trend hat sich auch im vierten Quartal bestätigt.
- Das Unternehmen hat seine Prognosen eingehalten und rechnet mit Umsatzerlösen in Höhe von 203 Mio. EUR. Der EBIT steigt um ca. 10% auf knapp über 20 Mio. EUR, der EBITDA um 14% auf ca. 24 Mio. EUR. Bei einer Steuerquote von voraussichtlich 30% (vorbehaltlich besonderer latenter Steuereffekte) geht die euromicron AG von einem Jahresüberschuss zwischen 11 und 12 Mio. EUR aus.
- Der Vorstand äußerte sich im Geschäftsjahr 2011 die Umsatzmarke von 300 Mio. EUR auf annualisierter Basis erreichen zu wollen. Eine größere, schon angekündigte Akquisition soll das Erreichen dieser Zielmarke ermöglichen. Zur Finanzierung plant der Vorstand, sich auf der kommenden Hauptversammlung im Juni eine Kapitalerhöhung genehmigen zu lassen.
- Wir korrigieren unsere Schätzungen nur leicht, belassen die Empfehlung weiterhin auf „Kaufen“. Der faire Wert liegt bei 25,70 Euro.

Mio. EUR	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Umsatzerlöse	164.63	187.33	203.00	214.17	222.73
EBITDA	18.85	21.10	24.36	26.34	28.96
EBIT	16.00	18.04	20.30	22.27	24.72
Nettoergebnis	8.07	10.74	11.41	12.80	14.56
EPS	1.78	2.39	2.29	2.57	2.93
BVPS	16.39	17.82	18.96	20.53	22.35
CFPS	1.01	3.16	2.52	3.70	3.90
KBV	0.64	0.88	1.35	1.24	1.14
RoE	11.32 %	13.39 %	12.10 %	12.54 %	13.10 %
RoS	4.90 %	5.74 %	5.62 %	5.98 %	6.54 %
EBIT Marge	9.72 %	9.63 %	10.00 %	10.40 %	11.10 %

1.1 Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung - euromicron AG							
Zahlenangaben in TEUR	Geschäftsjahr						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
Umsatzerlöse	136,457	164,628	187,334	203,000	214,165	222,732	230,527
Bestandsveränderungen	-2,576	-1,427	-6,882	0	0	0	0
Aktiviertete Eigenleistungen	784	358	1,702	0	0	0	0
Gesamtleistung	134,665	163,559	182,154	203,000	214,165	222,732	230,527
Sonstige betriebliche Erträge	2,153	2,618	2,101	2,030	2,142	2,227	2,305
Materialaufwand	-62,345	-83,517	-92,468	-99,470	-107,083	-111,366	-115,264
Rohergebnis	74,473	82,660	91,787	105,560	109,224	113,593	117,569
Personalaufwand	-39,543	-43,009	-48,136	-53,795	-55,683	-57,910	-59,937
Abschreibungen	-3,210	-2,847	-3,060	-4,060	-4,069	-4,232	-4,380
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-19,711	-20,804	-22,554	-27,405	-27,199	-26,728	-27,663
Betriebsergebnis	12,009	16,000	18,037	20,300	22,273	24,723	25,589
Finanzergebnis	-1,933	-3,962	-2,832	-2,900	-2,842	-2,785	-2,729
Ergebnis vor Steuern (u. Minderheit.)	10,076	12,038	15,205	17,400	19,431	21,938	22,859
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-2,592	-3,305	-3,758	-5,220	-5,829	-6,581	-6,858
Ergebnis vor Minderheitenanteilen	7,484	8,733	11,447	12,180	13,602	15,357	16,001
Minderheitenanteile	-482	-666	-703	-773	-800	-800	-800
Periodenüberschuss	7,002	8,067	10,744	11,407	12,802	14,557	15,201
Ergebnis je Aktie (unverwässert) reported	1.53	1.78	2.39	2.29	2.57	2.93	3.06
Ergebnis je Aktie (verwässert) reported	1.53	1.78	2.39	2.29	2.57	2.93	3.06
Veränderung zum Vorjahr							
Umsatzerlöse		20.6%	13.8%	8.4%	5.5%	4.0%	3.5%
Bestandsveränderungen		-44.6%	382.3%	-100.0%			
Aktiviertete Eigenleistungen		-54.3%	375.4%	-100.0%			
Gesamtleistung		21.5%	11.4%	11.4%	5.5%	4.0%	3.5%
Sonstige betriebliche Erträge		21.6%	-19.7%	-3.4%	5.5%	4.0%	3.5%
Materialaufwand		34.0%	10.7%	7.6%	7.7%	4.0%	3.5%
Rohergebnis		11.0%	11.0%	15.0%	3.5%	4.0%	3.5%
Personalaufwand		8.8%	11.9%	11.8%	3.5%	4.0%	3.5%
Abschreibungen		-11.3%	7.5%	32.7%	0.2%	4.0%	3.5%
Sonstige betriebliche Aufwendungen		5.5%	8.4%	21.5%	-0.8%	-1.7%	3.5%
Betriebsergebnis		33.2%	12.7%	12.5%	9.7%	11.0%	3.5%
Finanzergebnis		105.0%	-28.5%	2.4%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
Ergebnis vor Steuern (u. Minderheit.)		19.5%	26.3%	14.4%	11.7%	12.9%	4.2%
Steuern vom Einkommen und Ertrag		27.5%	13.7%	38.9%	11.7%	12.9%	4.2%
Ergebnis vor Minderheitenanteilen		16.7%	31.1%	6.4%	11.7%	12.9%	4.2%
Minderheitenanteile		38.2%	5.6%	10.0%	3.5%	0.0%	0.0%
Periodenüberschuss		15.2%	33.2%	6.2%	12.2%	13.7%	4.4%
Anteil an der Gesamtleistung							
Umsatzerlöse	101.3%	100.7%	102.8%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Bestandsveränderungen	-1.9%	-0.9%	-3.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Aktiviertete Eigenleistungen	0.6%	0.2%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Gesamtleistung	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Sonstige betriebliche Erträge	1.6%	1.6%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Materialaufwand	-46.3%	-51.1%	-50.8%	-49.0%	-50.0%	-50.0%	-50.0%
Rohergebnis	55.3%	50.5%	50.4%	52.0%	51.0%	51.0%	51.0%
Personalaufwand	-29.4%	-26.3%	-26.4%	-26.5%	-26.0%	-26.0%	-26.0%
Abschreibungen	-2.4%	-1.7%	-1.7%	-2.0%	-1.9%	-1.9%	-1.9%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-14.6%	-12.7%	-12.4%	-13.5%	-12.7%	-12.0%	-12.0%
Betriebsergebnis	8.9%	9.8%	9.9%	10.0%	10.4%	11.1%	11.1%
Finanzergebnis	-1.4%	-2.4%	-1.6%	-1.4%	-1.3%	-1.3%	-1.2%
Ergebnis vor Steuern (u. Minderheit.)	7.5%	7.4%	8.3%	8.6%	9.1%	9.8%	9.9%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-1.9%	-2.0%	-2.1%	-2.6%	-2.7%	-3.0%	-3.0%
Ergebnis vor Minderheitenanteilen	5.6%	5.3%	6.3%	6.0%	6.4%	6.9%	6.9%
Minderheitenanteile	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.3%
Periodenüberschuss	5.2%	4.9%	5.9%	5.6%	6.0%	6.5%	6.6%

Dr. KALLIWODA | RESEARCH © 2011

1.2 Bilanzen

Bilanzen - euromicron AG							
Zahlenangaben in TEUR	Geschäftsjahr						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
Aktiva							
<i>Langfristige Vermögenswerte</i>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	72,660	86,103	93,623	97,204	96,868	98,805	99,228
Sachanlagen	8,009	8,965	10,913	11,259	11,146	11,314	11,483
Finanzanlagen	66	44	1,082	1,104	1,115	1,135	1,146
Übrige Forderungen und sonstige VG	84	108	188	192	196	200	203
Latente Steuern	2,296	1,042	1,405	1,275	1,448	1,483	1,053
Summe langfristige Vermögenswerte	83,115	96,262	107,211	111,033	110,772	112,936	113,114
<i>Kurzfristige Vermögenswerte</i>							
Vorräte	12,523	14,353	13,235	13,897	12,181	10,937	10,718
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	36,243	45,126	51,197	53,757	55,370	55,923	56,482
Forderungen gegenüber verb. Unternehmen	0	0	0	0	0	0	0
Übrige Forderungen und sonstige VG	3,689	5,128	4,489	2,809	4,186	3,498	4,337
Wertpapiere und Zahlungsmittel	12,442	11,246	9,773	10,657	17,692	24,347	29,752
Summe kurzfristige Vermögenswerte	64,897	75,853	78,694	81,120	89,428	94,705	101,290
Bilanzsumme	148,012	172,115	185,905	192,153	200,201	207,641	214,404
<i>Eigenkapital</i>							
Gezeichnetes Kapital	11,914	11,914	11,914	13,107	13,107	13,107	13,107
Eigene Anteile	-1,680	-2,941	-2,941	-2,941	-2,941	-2,941	-2,941
Kapitalrücklage	61,781	61,781	61,781	68,125	68,125	68,125	68,125
Konzernrücklagen und Ergebnisvorträge	-9,086	-5,689	-2,124	3,579	9,980	17,259	24,859
Unterschiedsbetrag Marktbewertung Wertpapiere	-170	-429	-358	-108	-56	-56	-58
Konzernjahresüberschuss	7,002	8,067	10,744	11,407	12,802	14,557	15,201
Minderheitenanteile	684	1,098	1,248	1,100	1,100	1,100	1,100
Summe Eigenkapital	70,445	73,801	80,264	94,269	102,117	111,150	119,394
<i>Langfristige Schulden</i>							
Rückstellungen	644	446	1,011	910	953	830	926
Verbindlichkeiten	23,615	23,607	18,803	16,803	16,749	15,962	15,670
Latente Steuern	3,111	4,295	5,189	4,105	4,422	3,541	3,106
Summe langfristige Schulden	27,370	28,348	25,003	21,818	22,124	20,333	19,702
<i>Kurzfristige Schulden</i>							
Rückstellungen	1,731	3,515	1,467	1,622	1,801	2,000	1,288
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	11,514	13,620	20,519	20,314	21,330	21,116	19,849
Sonstige Verbindlichkeiten	36,952	52,831	58,652	53,803	52,852	53,130	54,345
Latente Steuern	0	0	0	0	0	0	0
Summe Kurzfristige Schulden	50,197	69,966	80,638	75,739	75,983	76,246	75,482
Bilanzsumme	148,012	172,115	185,905	191,826	200,224	207,729	214,578

Dr. KALLIWODA | RESEARCH © 2011

1.3 Kapitalflussrechnung

Kapitalflussrechnung - euromicron AG						
Zahlenangaben in TEUR	Geschäftsjahr					
	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
1. Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit						
Ergebnis vor Ertragssteuern	12,038	15,205	17,400	19,431	21,938	22,859
Zinsergebnis	3,962	2,832	2,900	2,842	2,785	2,729
Abschreibungen/Zuschreibungen	2,632	3,060	4,060	4,069	4,232	4,380
Ergebnis aus Anlagenabgängen	-48	-284	-260	-197	-247	-235
Wertberichtigungen auf Forderungen und Vorräte	784	309	603	565	492	554
Nach der POC-Methode realisierte Teilgewinne	-1,577	-3,232	-1,917	-2,242	-2,464	-2,208
Veränderung der latenten Steuern	2,234	1,204	1,719	1,462	1,590	1,526
Veränderung Rückstellungen	-447	-1,309	54	222	76	-616
Brutto Cashflow	19,578	17,785	24,558	26,152	28,403	28,989
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit						
Veränderung der Vorräte	-10,995	5	-662	1,716	1,244	219
Veränderung der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	8,778	3,935	-2,560	-1,613	-554	-559
Veränderung der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	572	860	-205	1,016	-213	-1,267
Sonstige betriebliche Aktiva und Passiva	-5,816	-1,456	-2,001	-1,910	-2,796	-2,041
Gezahlte und erhaltene Ertragssteuern	-2,870	-4,509	-3,690	-4,099	-3,894	-3,997
Gezahlte und erhaltene Zinsen	-4,719	-2,395	-2,900	-2,842	-2,785	-2,729
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	4,528	14,225	12,541	18,419	19,404	18,615
2. Cashflow aus der Investitionstätigkeit						
Auszahlungen für Investitionen ins Anlagevermögen	-4,149	-6,534	-4,060	-4,069	-4,232	-4,380
Einzahlungen aus Abgängen von Gegenständen des Anlagevermögens	207	640	551	666	516	593
Einzahlungen aus Abgängen von Finanzanlagen	28	0	238	97	91	106
Auszahlungen aus Erwerb von Finanzanlagen/kons. U.	-9,382	-3,978	0	0	0	0
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	-13,296	-9,872	-3,271	-3,306	-3,625	-3,681
3. Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit						
Gezahlte Dividenden	-3,605	-4,503	-5,703	-6,401	-7,278	-7,601
Ausschüttungen an/Entnahmen von Minderheitsgesellschaftern	-252	-552	-580	-609	-639	-671
Eigene Anteile	-1,261	0	0	0	0	0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	12,940	-836	-957	-1,069	-1,207	-1,257
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	7,822	-5,891	-7,240	-8,078	-9,124	-9,529
4. Finanzmittelfonds am Ende der Periode						
sonstige Veränderungen des Finanzmittelfondsbestands	0	0	0	0	0	0
Veränderungen aus 1, 2 und 3	-946	-1,538	2,029	7,034	6,655	5,405
Cashflows zu Beginn der Periode	11,112	10,166	8,628	10,657	17,692	24,347
Finanzmittelfondsbestand am Ende der Periode	10,166	8,628	10,657	17,692	24,347	29,752

Dr. KALLIWODA | RESEARCH © 2011

2 Kontakt

euromicron Aktiengesellschaft

Telefon: + 49 (0) 69 – 63 15 83 - 0

Speicherstraße 1
D-60596 Frankfurt

Telefax: + 49 (0) 69 – 63 15 83 - 17
E-Mail: ir-pr@euromicron.de

DR. KALLIWODA RESEARCH GmbH		Rüsterstraße 4a 60325 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 Fax: 069-138 192 15 www.kalliwoda.com
Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows		
Head: Dr. Norbert Kalliwoda E-Mail: nk@kalliwoda.com	CEFA-Analyst; University of Frankfurt/Main; PhD in Economics; Dipl.-Kfm.	<u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
Sven Bedbur E-Mail: sb@kalliwoda.com	Dipl.-Kfm. Analyst; University of Frankfurt/Main	<u>Sectors:</u> Capital Goods, Chemicals, Automotive
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.
Maximilian F. Kaessens E-Mail: mk@kalliwoda.com	Bachelor of Science in Business Administration (Babson College (05/2012), Babson Park, MA (US))	<u>Sectors:</u> Financials, Real Estate
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/Main.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
Robin-Andreas Braun E-Mail: rab@kalliwoda.com	Junior-Analyst; University of Frankfurt/Main (2012)	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
Patrick Bellmann E-Mail: pb@kalliwoda.com	Junior-Analyst; WHU - Otto Beisheim School of Management, Vallendar (2012)	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
Nele Rave E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; Native Speaker, German School London,	<u>Translations English</u>

Also view Sales and Earnings Estimates:

Analysts of this research:

Dr.Norbert Kalliwoda, CEFA

DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of

Bloomberg
Thomson Reuters
vwd group
Factset



3 DISCLAIMER

KAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens 10 % aufweisen	BUY
AKKUMULIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 5% und 10% aufweisen	ACCUMULATE
HALTEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 5% und - 5% aufweisen	HOLD
REDUZIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen - 5% und - 10% aufweisen	REDUCE
VERKAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens - 10 % 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.