

13. Oktober 2009

Analyse

Coverage: Seit Q1/2007

Events:

18.-22.10.09 GITEEX, Dubai
13.11.2009 Zwischenbericht Q3

EREIGNIS: Aktuelle Einschätzung

Empfehlung: Kaufen **Fair Value (alt):** € 18.50
Fair Value (neu): € 19.00 **Letzter Preis:** € 13.96

Index/Industry/Sector:
Communications Technology

Price/Chart



Nach wie vor eine Menge Luft nach oben

- Robuste Unternehmensentwicklung zum Halbjahr – Absatz und Ertragskraft abermals gesteigert - euromicron profitiert vom Trend „Fiber to the Home“
- Auf dem Informationstechnik- und Telekommunikationsmarkt besteht weiterhin ein hoher Investitionsbedarf in Netzinfrastrukturen
- Aktie auf derzeitigem Niveau angesichts des aufhellenden Branchenumfelds klar unterbewertet. Wir halten an unserer Kaufempfehlung fest.

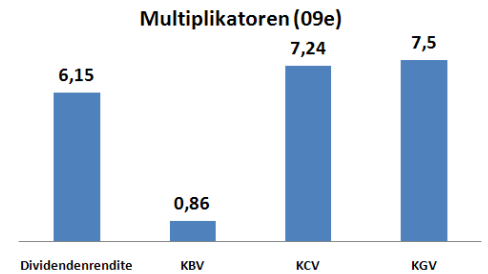
SWOT

- + 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, Portugal, Österreich und Italien. Die euromicron AG beschäftigt derzeit 971 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

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	1.00	0.80	0.90	0.90
Eigenkapitalrendite (%)	9.90 %	10.93 %	10.71 %	12.73 %	13.81 %
Price (€)	13.96				
52w high (€)	14.99				
52w low (€)	8.1				
Market Cap (Mio. €)	65.1				
Last Dividend (€)	1.00				
Accounting Stand.	IFRS				
Web Page	www.euromicron.de				
Shares out (mln)				4.66	
Avg Vol				9548	
Free Float (in %)				47.71 %	
Weight in Tec All Share				0.124 %	
Kürzel				EUC	
Reuters code				EUCG.DE	
WKN				566000	

Inhaltsverzeichnis

1	Aktuelle Einschätzung	3
2	Kennzahlen	5
3	Benchmarking	6
4	Finanzplanung	7
4.1	Bilanzen.....	7
4.2	Gewinn- und Verlustrechnung.....	8
5	Unternehmensbewertung	9
5.1	Discounted Cashflow Methode.....	9
5.2	Gewichteter Kapitalkostensatz (WACC)	10
5.3	Fair Value – Sensitivitäten	10
6	Peer Group Analyse	11
6.1	Bewertungsabschlag/-zuschlag.....	12
7	Dividend Discount Modell	12
8	Kontakt	14
9	DISCLAIMER.....	15

1 Aktuelle Einschätzung

Das Management der euromicron AG zeigt sich hinsichtlich der weiteren Geschäftsentwicklung für das laufende Jahr nach wie vor sehr zuversichtlich. Nach den ersten sechs Monaten spürte die Gesellschaft dank der robusten Entwicklung auf den unternehmensrelevanten Märkten keine negativen Auswirkungen der Finanzkrise. So konnte der Auftragseingang gegenüber der Vorjahresperiode von 67,4 Mio. Euro auf 88,5 Mio. Euro zulegen und der Auftragsbestand um 14 Prozent auf 71,3 Mio. Euro anwachsen. Auch die Daten der Umsatzseite zeigten eine Fortentwicklung der guten Entwicklung. Während der Konzernumsatz gegenüber der Vorjahresperiode um 18,2 Prozent auf 87,7 Mio. Euro anstieg, konnte das operative Betriebsergebnis dank der Effizienzsteigerungen überproportional um 75,2 Prozent zulegen. Das Ergebnis pro Aktie (unverwässert) stieg von 0,40 EUR im Vorjahr auf 0,74 EUR zum 30. Juni 2009.

Da sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und die Stimmungsindikatoren weiter aufhellen, rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr nicht mit größeren Projektverschiebungen und Stornierungen, sondern mit einer Fortsetzung des Unternehmenswachstums bei stärkerer Ertragskraft. So halten wir an unserer Umsatzprognose von über 205 Mio. Euro bei einem Ergebnis von 8,3 Mio. Euro fest. Insbesondere die gesteigerte Ertragskraft des Unternehmens könnte dazu führen, dass das Ergebnis deutlich besser ausfallen wird als bisher von uns angenommen.

Der euromicron Konzern hat sich mittlerweile zu einem führenden Systemhaus für Netzwerk- und Lichtwellenleitertechnologie entwickelt. Mit den drei Geschäftsbereichen Komponenten und Konfektionierung, Projekt- und Systemgeschäft sowie Distribution, Handel- und Dienstleistung bietet die euromicron Gruppe ihren Kunden ein umfassendes Produkt- und Leistungsspektrum an, dass weiter ausgebaut werden soll. Zusätzlich profitiert der Konzern von den Cross Selling Potenzialen, die in der Vergangenheit innerhalb der Gruppe zu zusätzlichen Kundenzugängen im Bereich der Industrie und bei Rechenzentrumsbetreibern führten. Darüber hinaus hat es die euromicron AG verstanden durch eine kluge Diversifikationsstrategie und Ausweitung der Produktpalette etwaige Umsatzrückgänge bei einzelnen Komponenten ausreichend zu kompensieren.

Die Gesellschaft befindet sich hinsichtlich ihrer angestrebten Ziele für das Geschäftsjahr 2009 im Soll. Angesichts des weiterhin hohen Bedarfs an Netzinfrastruktururlösungen und dem Trend, den Betrieb von Kommunikationsanlagen an externe Dienstleister zu vergeben, erwarten wir, dass das Unternehmen den Wachstumspfad nicht verlassen wird. Besonders der hohe Kostendruck und die steigenden Sicherheitsanforderungen führen dazu, dass die Rechenleistungen im eigenen Haus nicht mehr selbst ausgebaut, sondern verstärkt extern zugekauft werden.

Hierbei verfügt man bei den Zugangskontrollen, Brandschutzanlagen und Infrastrukturen in Rechenzentren, Serverfarmen und hochwertigen optischen Netzen nach eigenen Angaben über einen nicht zu unterschätzenden Wettbewerbsvorsprung. Geschwindigkeit und Volumen sind dabei ein Schlüsselkriterium der Infrastruktur. Zusätzlich müssen neue Übertragungsmedien integriert werden. Das verlangt sowohl ein Fachwissen bei den Einzeltechnologien als auch ein fundiertes und breites Integrations-Knowhow, über das der euromicron-Konzern verfügt.

Die Wachstumschancen von euromicron liegen auf der Hand, man profitiert von

- der konsequenten Fokussierung auf den Bereich "Netzwerk- und Lichtwellenleitertechnologie"
- der breiteren und stärkeren Marktdurchdringung sowie dem Vorstoß in neue Märkte mit innovativen Produkten und Lösungen
- dem Ausbau der technologischen Führungspositionen und Kompetenzen in allen wichtigen Produktgruppen
- Strategische Akquisitionen, Joint-Ventures und Kooperationen zur Stärkung der Kernkompetenzen und zum Ausbau der Marktanteile
- der Internationalisierung der Absatzmärkte basierend auf einer starken Position im Inland

In Anbetracht der sich offensichtlich verbessernden Lage der Rahmenbedingungen und der konzerninternen Entwicklungen blicken wir nach wie vor sehr zuversichtlich auf die weitere Unternehmensentwicklung. Mit einem Periodenüberschuss von 3,35 Mio. Euro und einem Umsatz von 87,7 Mio. Euro hat die euromicron AG nach dem ersten Halbjahr unsere Erwartungen voll erfüllt. Aus diesem Grund haben wir unsere Schätzungen für das Gesamtjahr unverändert gelassen. Dabei rechnen wir mit Erlösen von mehr als 205,8 Mio. Euro bei einem Gewinn von 8,25 Mio. Euro für das laufende Geschäftsjahr.

Aus unserem DCF-Bewertungsmodell errechnet sich bei einem Eigenkapitalkostensatz von 6,52 Prozent (risikoloser Zins 4,5 Prozent, Risikoprämie 5 Prozent, Beta 0,92) und einem ewigen Wachstum von 3,0 Prozent ein Ertragswert von 19,11 Euro je Aktie. Unterstützt wird dieses Bewertungsniveau durch den durchgeführten Peergroup-Vergleich und einem Dividendendiskontierungsmodell. Das Kurspotenzial sehen wir bei 33 Prozent. Unser Urteil lautet damit unverändert auf „Kaufen“.

2 Kennzahlen

Kennzahlen - Euromicron AG					
Aktienkursbezogene Kennzahlen (EUR)		GuV-Kennzahlen (EUR, M)		Bewertungskennzahlen	
Letzter Kurs	13.96	Umsatzerlöse, LFI:	47.6	Curr P/E Normalized, LFY:	7.51
Datum	12.10.2009	Umsatzerlöse, LTM:	178.12	Curr EV/Tot Revenue	0.33
Kurs - 52 W Hoch:	14.99	Umsatzerlöse, LFY:	164.83	Curr EV/EBITDA (LFI)	2.75
Datum (Hoch)	12.06.2009	EBITDA, LFI:	4.11	Curr EV/EBIT (LFI)	2.81
Kurs - 52 Wochentief:	8.1	EBITDA, LTM:	21.8	Curr Mkt Cap (m):	62.86
Datum (Tief)	12.08.2008	EBITDA, LFY:	18.85	(+) Tot Debt Cap, LFI (m):	0.85
Kurs % 1-Tag:	5.78%	EBIT, LFI:	3.46	(-) Cash & Equiv, LFI (m):	-3.79
Kurs % 4-Wochen:	2.93%	EBIT, LTM:	18.64	(=) Curr EV, LFI (m):	59.91
Kurs % 13-Wochen:	5.03%	EBIT, LFY:	16	Curr EV/Tot Revenue (LFY):	0.67
Kurs % 26-Wochen:	32.38%	Ergebnis vor Steuern, LFI:	2.83	Curr EV/EBITDA (LFY):	6.17
Kurs % 52-Wochen:	-5.85%	Ergebnis vor Steuern, LTM:	14.53	Curr EV/EBIT (LFY):	5.97
Kurs % Chg YTD:	27.94%	Ergebnis vor Steuern, LFY:	12.04	Curr Mkt Cap (m):	62.86
10 Day Avg tgl Vol (M):	0.01	Nettoergebnis, LTM:	1.48	(+) Tot Debt Cap, LFY (m):	59.69
3 Mo Avg monatliches Vol (M):	0.1	Nettoergebnis, LFY:	9.03	(-) Cash & Equiv, LFY (m):	-11.25
Beta 2Yr (monatlich)	0.92	Income Avail Comm, LTM:	8.73	(=) Curr EV, LFY (m):	111.3
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:	1.06
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:	15.54	Betriebsergebnis Marge, LFI:	7.26	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:	27.27	ROC Tot LT Cap, LFI:	1.93	Anzahl der Mitarbeiter	971
Umsatz, %Yr/Yr, LTM:	20.66	ROC Tot LT Cap, LTM:	8.81	Umsatzerlöse/Mitarbeiter, LFI:	49,016
Umsatz, %Yr/Yr, LFY:	20.66	ROC Tot LT Cap, LFY:	8.81	Umsatzerlöse/Mitarbeiter, LTM:	185,558
Umsatz - 5 Yr. Wachstumsrate:	4.45	ROE Comm Eqty, LFI:	2.68	Umsatzerlöse/Mitarbeiter, LFY:	185,829
EPS, %Yr/Yr, LFI:	186.66	ROE Comm Eqty, LTM:	11.32	Nettoergebnis/Mitarbeiter, LFI:	2,004
EPS, %Yr/Yr, LTM:	23.85	ROE Comm Eqty, LFY:	11.32	Nettoergebnis/Mitarbeiter, LTM:	9,810
EPS, %Yr/Yr, LFY:	16.78	ROA Tot Assets, LFI:	1.16	Nettoergebnis/Mitarbeiter, LFY:	9,703

Dr. Kalliwoda | Research GmbH, Thomson Reuters

3 Benchmarking

Euromicron AG

Benchmarking	Euromicron	Nucletron	Optical Cable	Radiall	Adva	Molex	Huber & Suhner	Fiber Optic	ADC Tele.	Corning	Bel Fuse
KGV	7.26	5.22	25.49	11.99	--	--	10.83	11.94	--	5.52	--
Beta 5Yr Monthly:	0.98	--	0.99	0.85	1.57	1.53	1.48	1.39	2.46	1.38	1.72
Kurs/Umsatzerlöse	0.35	0.57	0.25	0.46	0.28	0.92	0.85	1.14	0.48	4.29	0.64
Kurs/Buchwert des EK	0.81	1.69	0.47	0.62	0.61	1.16	1.41	0.88	1.84	1.8	0.72
Kurs/materielles EK	--	3.13	0.5	0.72	1.31	1.34	1.42	0.88	2.58	1.85	0.77
Kurs/Cashflow	4.98	4.91	4.79	5.1	4.35	12.68	7.26	9.11	--	6.11	--
Kurs/FCF	6.93	103.2	8.73	--	9.47	18.17	76.6	11.9	6.25	423	23.61
Wachstumsraten (%)											
Umsatzerlöse (%) Yr/Yr	17.46	20.77	29.47	-1.04	-6.86	-11.24	3.86	1.4	7.72	-13.78	-6.52
Umsatzerlöse - Wachstum 5 Jahre	4.45	5.5	8.21	6.59	19.2	12.55	7.8	27.57	20.23	13.99	10.26
EPS (%) Yr/Yr	22.27	46.65	-74.5	-38.81	84.76	-127.52	-23.69	-0.66	-787.98	49.52	-170.28
Capex, 5 Yr.Avg:	17.01	72.58	20.04	41	49.46	6.51	18.98	34.72	-9.41	39.32	18.17
Finanzstärke											
Liquidität 1. Grades	0.95	0.74	2.37	2.6	1.57	1.58	3.19	4.77	3.53	2.33	6.63
Liquidität 2. Grades	1.34	1.8	4.1	3.95	2.02	2.11	4.6	5.58	4.31	2.79	8.37
Renditekennzahlen (%)											
Return on Assets	5.83	22.05	1.32	3.67	-2.52	-1.46	10.06	6.64	-25.95	17.55	-5.95
Return on Assets (5 Jahre)	5.12	15.91	3.16	6.17	-3.71	6.94	11.62	-1.65	3.81	5.19	6.56
Return on Capital	8.57	31.89	1.53	4.52	-3.48	-1.82	11.94	7.61	-32.2	19.57	-6.61
Return on Capital (5 Jahre)	7.64	24.84	3.66	7.93	-5.09	8.4	14.14	-1.89	4.77	6.35	7.58
Eigenkapitalrendite	11.45	36.67	1.81	5.3	-4.94	-1.98	13.32	7.76	-67.39	36.28	-6.99
Eigenkapitalrendite (5 Jahre)	8.87	30.69	3.82	8.45	-6.37	8.92	16.14	-1.93	7.41	21.53	7.93
Profitabilität (%)											
Rohergebnis-Marge	51.44	38.9	37.31	69.22	41.38	27.38	36.12	31.13	32.01	40.68	14.79
Rohergebnis-Marge (5 Jahre)	50.04	35.73	37.89	68.81	41.75	31.83	36.67	26.84	35.41	43.95	23.45
EBITDA-Marge	11.52	17.01	6.26	10.16	6.78	7.36	15.06	9.77	-24.04	22.5	-5.61
EBITDA-Marge (5 Jahre)	10	13.4	6.95	12.08	6.87	17.74	14.8	-2.67	8.38	21.26	10.82
EBIT-Marge	9.74	16.31	2.01	5.58	-1.94	-1.58	11.22	6.9	-29.95	9.08	-8.64
EBIT-Marge (5 Jahre)	8.25	12.88	3.79	7.83	0.09	9.58	10.52	-7.74	2.82	9.74	7.14
EBT-Marge	7.37	16.04	1.47	5.65	-2.12	-0.44	9.16	9.99	-32.37	9.14	-7.93
EBT-Marge (5 Jahre)	7.07	12.62	3.68	7.78	-0.7	10.24	10.74	-2.73	4.87	10.74	8.5
Umsatzrendite	5.29	10.89	0.96	4.56	-2.29	-1.7	7.92	9.59	-32.42	56.82	-6.74
Umsatzrendite (5 Jahre)	4.79	8.18	2.38	6.35	-3.3	7.09	8.99	-2.87	5.2	13.13	6.92
Unternehmenssteuersatz	28.29	32.08	34.87	19.24	--	--	13.58	3.98	--	-522.02	--
Unternehmenssteuersatz (5 Jahre)	32.2	35.17	35.32	18.41	--	30.77	16.3	--	-6.69	-22.27	18.59

Dr. Kalliwoda | Research GmbH © 2009 - Thomson Reuters

4 Finanzplanung

4.1 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
Vorräte	12,523	8.5	1	14,353	8.3	15	14,066	8.0	-2	13,785	7.8	-2	13,509	7.7	-2
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	36,243	24.5	43	45,126	26.2	25	44,223	25.2	-2	42,897	24.4	-3	44,184	25.2	3
Forderungen gegenüber verb. Unternehmen	0	0.0	-100	0	0.0		0	0.0		0	0.0		0	0.0	
Übrige Forderungen und sonstige VG	3,689	2.5	57	5,128	3.0	39	4,409	2.5	-14	4,768	2.7	8	4,588	2.6	-4
Wertpapiere und Zahlungsmittel	12,442	8.4	51	11,246	6.5	-10	11,844	6.7	5	11,545	6.6	-3	11,695	6.7	1
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			-2,311			-2,626			-2,468		
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		152	-322		-25	-108		-66	-56		-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
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	35,968	20.5	52	31,371	17.9	-13	27,433	15.6	-13
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	41,141	23.4	45	36,386	20.7	-12	32,398	18.4	-11
Rückstellungen	1,731	1.2	19	3,515	2.0	103	2,945	1.7	-16	2,920	1.7	-1	3,120	1.8	7
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	11,514	7.8	10	13,620	7.9	18	14,400	8.2	6	15,320	8.7	6	16,400	9.3	7
Sonstige Verbindlichkeiten	36,952	25.0	41	52,831	30.7	43	40,099	22.8	-24	44,382	25.3	11	51,616	29.4	16
Latente Steuern	0	0.0		0	0.0		0	0.0		0	0.0		0	0.0	
Kurzfristige Schulden	50,197	33.9	32	69,966	40.7	39	57,444	32.7	-18	62,622	35.7	9	71,136	40.5	14
Bilanzsumme	148,012	100.0	35	172,115	100.0	16	175,608	100.0	2	179,106	100.0	2	185,384	100.0	4

Quelle: Dr. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2009

* weitere Unternehmenskäufe vorausgesetzt

4.2 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

5 Unternehmensbewertung

5.1 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 01.10.2009 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
01.09.2009

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)	-4.500	-6.725	-7.533	-5.000	-3.600	-3.900
Working-Capital-Ratio (%Umsatz)	-2.2%	-3.0%	-3.0%	-1.9%	-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	1.096	3.125	0.228	5.906	6.900	5.765

Dr. Kalliwoda | Research © 2009

// 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	4.5%
Risikoprämie Markt / Aktienmarktrendite	5.0%
Beta des Unternehmens (Näherung)	0.92
Eigenkapitalkostensatz	9.1%
Fremdkapitalkosten	
Fremdkapitalkostensatz (vor St.)	7.0%
Steuersatz auf Fremdkapitalzinsen	30.0%
Fremdkapitalkostensatz (nach St.)	4.9%
Wert des Eigenkapitals	
Wert des Fremdkapitals	60
Gearing	159.7%
WACC	6.52%

5.2 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) 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.

5.3 Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 19,11. Er ist damit um 36,9 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 13,96). 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 15,11 Euro und 28,78 Euro.

Sensitivitätsanalyse je Aktie

(EUR)		Diskontierungszinssatz				
β = 0.92		6.02%	6.27%	6.52%	6.77%	7.02%
Wachstum	2.0%	18.72	17.66	16.72	15.87	15.11
	2.5%	20.16	18.88	17.76	16.77	15.89
	3.0%	22.08	20.48	19.11	17.91	16.87
	3.5%	24.77	22.66	20.90	19.40	18.12
	4.0%	28.78	25.79	23.40	21.43	19.79

Sensitivitätsanalyse Marktkapitalisierung

(Mio.EUR)		Diskontierungszinssatz				
β = 0.92		6.02%	6.27%	6.52%	6.77%	7.02%
Wachstum	2.0%	87.24	82.30	77.90	73.97	70.42
	2.5%	93.96	88.00	82.78	78.17	74.06
	3.0%	102.91	95.45	89.04	83.48	78.61
	3.5%	115.41	105.58	97.38	90.42	84.44
	4.0%	134.10	120.19	109.02	99.86	92.21

6 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	8.84	854.17	994.17	914.20	1,456.40	1,080.93	-38.90	40.78	-0.38	-4.43
Alliance Fiber Optic Products Inc.	1.19	50.18	11.69	47.96	38.75	39.55	2.95	3.02	0.10	0.13
ADVA AG	2.09	96.45	78.99	98.00	217.67	226.00	-7.04	-1.61	-0.19	-0.05
Huber & Suhner	41.00	828.00	670.79	460.88	760.21	625.20	85.29	50.36	3.09	2.02
Molex	20.10	3,490.23	3,276.95	2,676.00	2,581.00	2,556.00	-346.00	110.11	-1.84	0.33
Belden	23.99	1,118.11	1,433.47	570.87	2,005.89	1,349.00	-342.90	104.00	-8.08	-0.32
Bel Fuse	16.75	192.64	82.12	217.77	258.35	188.30	-21.11	-2.90	-1.30	-0.16
Corning	15.78	24,531.00	23,663.00	13,443.00	5,948.00	5,195.40	1,520.00	558.77	3.32	1.19
euromicron AG	13.96	62.86	59.91	72.40	167.25	198.00	16.00	17.60	1.78	1.82

Dr. Kalliwoda | Research - Daten: ThomsonReuters

6.1 Bewertungsabschlag/-zuschlag

Multiples - Peergroup - LWL/Glasfasertechnologie								
	EV/Umsatz		EV/EBIT		KGV		EBIT-Margin	
	2008	2009E	2008	2009E	2008	2009E	2008	2009E
ADC	0.68	0.92	-25.56	24.38	-23.26	-2.00	-2.67	3.77
Alliance Fiber Optic Products	0.30	0.30	3.96	3.87	11.90	9.15	7.61	7.64
ADVA	0.36	0.35	-11.22	-49.06	-11.00	-41.80	-3.23	-0.71
Huber & Suhner	0.88	1.07	7.86	13.32	13.27	20.30	11.22	8.06
Molex	1.27	1.28	-9.47	29.76	-10.92	60.91	-13.41	4.31
Belden	0.71	1.06	-4.18	13.78	-2.97	-74.97	-17.09	7.71
Bel Fuse	0.32	0.44	-3.89	-28.32	-12.88	-104.69	-8.17	-1.54
Corning	3.98	4.55	15.57	42.35	4.75	13.26	25.55	10.76
Median	0.70	0.99	-4.04	13.55	-6.95	3.58	-2.95	5.97
Mittelwert	1.06	1.25	9.13	14.16	9.97	9.97	-0.02	5.00
euromicron AG	0.36	0.30	3.74	3.40	7.84	7.67	9.57	8.89
Premium(+)/Discount (-)	-66.33	-75.73	-59.00	-75.97	-21.37	-23.07		
Fair Value Bandbreite:		17.17	bis	24.56				

DR. KALLIWODA | RESEARCH © Copyright 2009

7 Dividend Discount Modell

In einem weiteren Schritt haben wir zur Bewertung der euromicron AG die Ausschüttungspolitik der Gesellschaft unter die Lupe genommen. Erfreulicherweise ist die Gesellschaft trotz der Krise in der Lage eine Dividende an die Anteilseigner auszuschütten, sodass sich der Total Return aus Dividenden und Kursänderungen zusammensetzt.

Im Gegensatz zur Modellberechnung wird die rechtliche Ausschüttungsbemessung auf der Einzelabschlussenebene der Konzernmutter vollzogen.

Dividend Discount Modell								
Angaben in Mio. Euro	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	Terminal Value
Jahresergebnis	1.77	2.19	2.43	2.50	2.57	2.65	2.73	
Dividende	0.80	0.80	0.80	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90
Ausschüttungsquote	45.20 %	36.58 %	32.99 %	36.03 %	34.98 %	33.96 %	32.97 %	
Eigenkapital	77	80	82	86	90	95	99	
Return on Equity	10.71 %	12.73 %	13.81 %	13.54 %	13.29 %	13.03 %	12.79 %	
Veränderungen zum Vorjahr in Prozent		18.83 %	8.51 %	-1.90 %	-1.90 %	-1.90 %	-1.90 %	
Diskontierungszinssatz	6.52 %							
Multiplikatoren		0.881	0.827	0.777	0.729	0.685	0.643	0.603
Dividende		0.80	0.80	0.80	0.90	0.90	0.90	0.90
Barwert der Dividende		0.71	0.66	0.62	0.66	0.62	0.58	0.54
Σ Barwert der Dividenden im Detailplanungszeitraum	4.38							
Σ Barwert Dividenden im Terminal Value	15.91	Wachstumsrate der Dividende im TV: 3.00 %						
Equity Value	20.29							

Unser Dividend Discount Modell baut dabei hinsichtlich des Kapitalisierungszinssatzes auf den Annahmen des DCF-Modells auf. Die erwarteten Dividenden bilden den Ausgangspunkt der Bewertung und werden aus dem Wachstum der Jahresergebnisse, dem Return on Equity und der Ausschüttungsquote ermittelt. Dabei haben wir einen kontinuierlichen Anstieg der Dividendenzahlung von 0,80 Euro auf 0,90 Euro Dividende je Aktie und konservative 0,90 Euro im Terminal Value ab dem Geschäftsjahr 2015E unterstellt. Im Terminal Value führen wir das Dividendenwachstum mit 3 Prozent p.a. fort. Der daraus resultierende Equity Value in Höhe von 20,29 Euro setzt sich zusammen aus dem Barwert der Dividenden im Detailplanungszeitraum der Geschäftsjahre 2009E bis 2015E (4,38 Euro) sowie dem Barwert der Dividenden im Terminal Value (15,91 Euro). Daraus errechnet sich ein fairer Wert je Aktie in Höhe von 20,29 und damit verbunden ein Aufwärtspotenzial von rund 45 Prozent.

8 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; PHD in Economics; 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



9 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.