



Researchstudie (Update)



**Positiver Umsatz- und Ergebnistrend des Q1 2014 hat
sich im Q2 2014 fortgesetzt –
Prognosen und Kursziel bestätigt**

Kursziel: 21,50 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 11**

euromicron AG^{*5}

Kaufen

Kursziel: 21,50 €

aktueller Kurs: 12,60 €

13.8.2014 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1K0300

WKN: A1K030

Börsenkürzel: EUCA

Aktienanzahl³: 7,720

Marketcap³: 97,27

EnterpriseValue³: 167,37

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 86,1 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

EQUINET AG

Analysten:

Philipp Leibold

leibold@gbc-ag.de

Felix Gode

gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 12

Unternehmensprofil

Branche: Technologie

Fokus: Netzwerk- und Lichtleiterwellentechnologie

Mitarbeiter: 1784 Stand: 30.6.2014

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 27 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.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014e	31.12.2015e
Umsatz	330,03	329,37	348,00	375,00
EBITDA	25,03	14,41	21,56	28,80
EBIT	17,08	5,51	12,66	20,20
Jahresüberschuss	8,57	-0,89	6,00	11,18

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	1,29	-0,12	0,78	1,45
Dividende je Aktie	0,30	0,00	0,25	0,60

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,54	0,51	0,48	0,45
EV/EBITDA	7,09	11,61	7,76	5,81
EV/EBIT	10,39	30,38	13,22	8,29
KGV	11,35	neg.	16,21	8,70
KBV		0,79		

Finanztermine

02.09.2014: SCC

10.09.2014: 4. ZKK

07.11.2014: Q3-Zahlen

26.11.2014: EKF

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

8.4.2014: RS / 21,50 / KAUFEN

13.8.2013: RS / 26,50 / KAUFEN

17.7.2013: RG / 25,50 / KAUFEN

15.4.2013: RS / 25,50 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

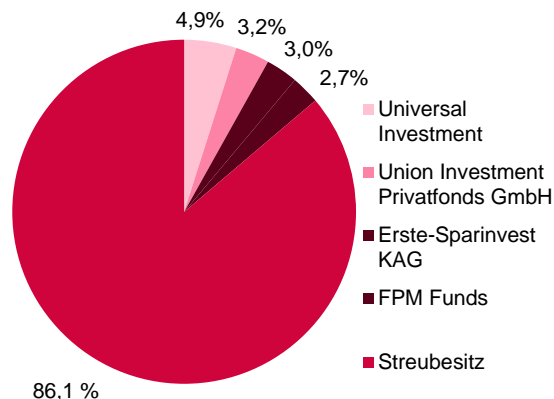
EXECUTIVE SUMMARY

- Im zweiten Quartal 2014 erzielte die euromicron AG ein solides Umsatzwachstum von 8,4 %. Auch gegenüber dem Vorquartal hat sich der positive Umsatztrend fortgesetzt. Hervorzuheben ist hierbei das Segment WAN services mit einer Zuwachsrate von rund 14 % im ersten Halbjahr 2014. Auf der Ergebnisseite konnten im zweiten Quartal 2014 ebenfalls Fortschritte gegenüber den Vorquartalen erreicht werden. Das EBIT belief sich hier auf 3,2 Mio. €, nach 2,3 Mio. € im Q1 2014. Auch vor dem Hintergrund gestiegener Abschreibungen sowie niedriger aktivierter Eigenleistungen werten wir diese Entwicklung als positiv. Des Weiteren belasteten Integrationsaufwendungen mit rund 2,6 Mio. € das Ergebnis.
- Die Eigenkapitalquote konnte im ersten Halbjahr 2014 leicht auf rund 39 % verbessert werden. Hingegen hat sich die Nettoverschuldung im ersten Halbjahr 2014 infolge eines gestiegenen Net Working Capitals deutlich erhöht. Dies ist einerseits auf den saisonalen Charakter des Geschäftsmodells der euromicron AG und andererseits auf ein deutlich reduziertes Factoring-Volumen in der ersten Jahreshälfte 2014 zurückzuführen.
- Mit Vorlage des HJ-Berichts 2014 haben wir unsere Schätzungen für das laufende Geschäftsjahr 2014 bestätigt. Diese sehen ein Umsatzwachstum auf 348,0 Mio. € sowie ein EBIT in Höhe von 12,7 Mio. € vor. Vor dem Hintergrund des soliden Zahlenwerks im ersten Halbjahr 2014 sowie einer erwartet stärkeren zweiten Jahreshälfte schätzen wir die Prognosen als gut erreichbar ein.
- **Eine kontinuierliche Verbesserung der Margensituation in den kommenden Jahren ist nach unserer Einschätzung noch keineswegs in dem aktuellen Aktienkurs berücksichtigt. Nach der deutlichen Prognoseanpassung in 2013 ist das erste Halbjahr 2014 ein Schritt verlorenes Vertrauen wieder aufzubauen. Auf Basis unseres DCF-Modells ist die Aktie der euromicron AG deutlich unterbewertet. Das Kursziel sehen wir unverändert bei 21,50 €. Damit bestätigen wir das Rating Kaufen.**

Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	30.06.2014
Universal Investment	4,9 %
Union Investment Privatfonds GmbH	3,2 %
Erste-Sparinvest KAG	3,0 %
FPM Funds	2,7 %
Streubesitz	86,1 %

Quelle: comdirect; GBC AG



Gruppe

KONSOLIDIERUNGSEBENE

euromicron KONZERN

SEGMENTEBENE

euromicron NORD

inkl. Polen und Frankreich

euromicron süd

inkl. Österreich und Italien

euromicron WAN services

KOMPETENZBEREICHE / OPERATIVE FÄHIGKEITEN / KNOW-HOW

KOMPETENZEBENE

► Entwicklung und Herstellung von Komponenten und Produktgruppen

► Planung, Design und Integration von Systemen und Lösungen

► Beratung, Distribution, Sourcing und Netzwerkservices

PRODUKT- UND DIENSTLEISTUNGSEBENE

PRODUKTE UND DIENSTLEISTUNGEN

► Optische und hybride Verbinder, Konfektionierungen, Switches und Kabelsysteme
 ► Vernetzte Arbeitsplatzsysteme, Prüf- und Testeinrichtungen
 ► Leitstände, Monitoring Stations
 ► Individuelle Produktlösungen
 ► TDM-, IP- und MPLS-Systeme
 ► Kabel- und Funksysteme
 ► Softwarebasierte Netzwerk-, Anlagen-, Infrastruktur- und Sicherheitsmanagementlösungen

► Sprach-, Daten- und Videokommunikation, konvergierende Systeme
 ► Komplettlösungen für vernetztes Arbeiten und Übertragungsnetze
 ► Optische, drahtgebundene und drahtlose Netzwerke
 ► Analyse, Planung, Implementierung, Wartung, Service und Betrieb

► Aktive und passive Netzwerkkomponenten aus dem weltweiten Angebot
 ► Verkabelungssysteme mit bester Performance
 ► Beratung, Training, Netzwerkanalyse und Services
 ► Kunden- und projektspezifisches Ersatzteilmanagement und Logistik
 ► Bundesweite Service- und Projektmanagement-Kapazität für komplexe Systeme

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2011	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014e	GJ 2015e
Umsatzerlöse	305,31	330,03	329,37	348,00	375,00
Bestandsveränderungen	-7,44	-5,85	-0,70	0,00	0,00
aktivierte Eigenleistungen	1,95	5,61	3,13	2,00	2,20
sonst. betriebl. Erträge	2,72	2,80	1,90	2,50	2,80
Materialkosten	-159,62	-171,00	-176,44	-184,44	-195,00
Rohhertrag	142,92	161,58	157,27	168,06	185,00
Personalkosten	-76,93	-93,59	-99,18	-103,00	-110,20
Abschreibungen	-6,56	-7,94	-8,90	-8,90	-8,60
sonst. betriebl. Aufw.	-35,26	-42,97	-43,68	-43,50	-46,00
EBIT	24,16	17,08	5,51	12,66	20,20
Finanzergebnis	-6,36	-4,86	-3,81	-3,80	-3,80
EBT	17,80	12,23	1,70	8,86	16,40
Steuern	-4,95	-3,40	-2,47	-2,66	-4,92
Ergebnis vor Anteilen	12,85	8,83	-0,76	6,20	11,48
Minderheitenanteile	-0,67	-0,26	-0,12	-0,20	-0,30
Jahresüberschuss	12,18	8,57	-0,89	6,00	11,18

EBITDA	30,73	25,03	14,41	21,56	28,80
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>10,1%</i>	<i>7,6%</i>	<i>4,4%</i>	<i>6,2%</i>	<i>7,7%</i>
EBIT	24,16	17,08	5,51	12,66	20,20
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>7,9%</i>	<i>5,2%</i>	<i>1,7%</i>	<i>3,6%</i>	<i>5,4%</i>
Ergebnis je Aktie in €	1,83	1,29	-0,12	0,78	1,45
Dividende je Aktie in €	1,15	0,30	0,00	0,25	0,60
Aktienzahl in Mio. Stück	6,66	6,66	7,72	7,72	7,72

Geschäftsentwicklung 1. HJ 2014

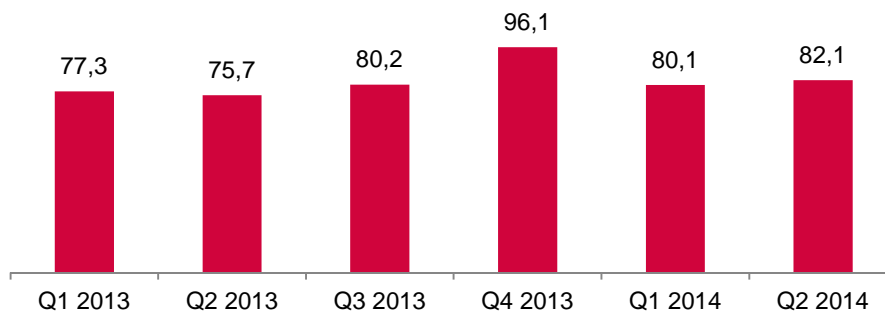
GuV (in Mio. €)	HJ 2013	Δ zum VJ	HJ 2014
Umsatzerlöse	153,09	6,0%	162,19
EBITDA	13,42	-21,7%	10,50
EBITDA-Marge	8,8%		6,5%
EBIT	9,22	-40,2%	5,51
EBIT-Marge	6,0%		3,4%
Jahresüberschuss	5,04	-51,3%	2,46
EPS in €	0,76		0,34

Quelle: euromicron AG; GBC AG

Umsatzentwicklung – Positiver Trend aus dem Q1 2014 setzt sich im Q2 2014 fort

Die euromicron AG konnte an die solide Geschäftsentwicklung des ersten Quartals 2014 anknüpfen und erzielte im zweiten Quartal 2014 Umsatzerlöse in Höhe von 82,12 Mio. € gegenüber 75,74 Mio. € im vergleichbaren Vorjahresquartal. Dies entspricht einem Wachstum von 8,4 %. Damit konnte die Wachstumsdynamik gegenüber dem ersten Quartal 2014 leicht beschleunigt werden.

Umsatzentwicklung auf Quartalsebene (in Mio. €)



Quelle: euromicron AG; GBC AG

Nach den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2014 konnte das Unternehmen die Umsätze um 6,0 % auf 162,19 Mio. € (VJ: 153,09 Mio. €) steigern. Der Zuwachs ist dabei gleichermaßen auf organisches und anorganisches zurückzuführen. Die operative Entwicklung liegt im Rahmen unserer Schätzungen. Auch die Auftragseingänge lagen im ersten Halbjahr 2014 mit 164,1 Mio. € (VJ: 154,8 Mio. €) auf einem guten Niveau und geringfügig über den Umsätzen.

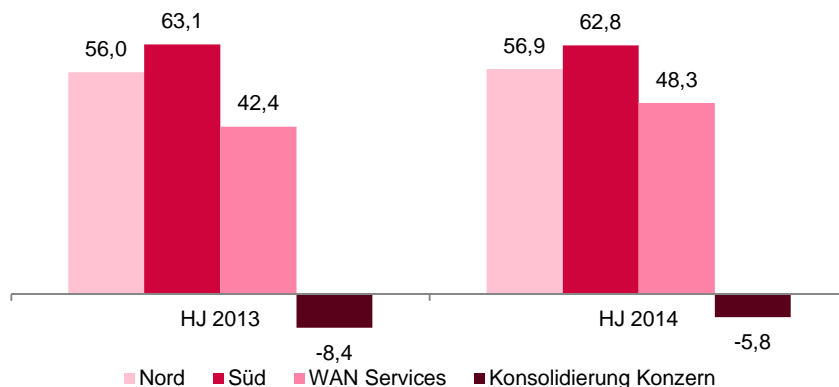
Auf der Umsatzseite konnte im Segment WAN services die dynamischste Entwicklung verzeichnet werden. Hier erhöhten sich die Umsätze deutlich um fast 14 % auf 48,3 Mio. € nach 42,4 Mio. € im Vorjahreszeitraum. Dies ist nach unserer Einschätzung vor allem auf die Tochtergesellschaft telent, welche neben der RSR Datacom dem Segment WAN Services zuzuordnen ist, zurückzuführen. Hier konnten unter anderem neue Projekte im Bereich des Breitbandausbaus sowie mit dem Flughafen München gewonnen werden.

Im größten Segment Süd musste dagegen im ersten Halbjahr 2014 nochmals ein leichter Umsatzrückgang auf 62,8 Mio. € (VJ: 63,1 Mio. €) verzeichnet werden. Im Bereich Süd wurden zudem erstmalig die beiden Tochterunternehmen ATECS und SIM einbezogen, welche im Dezember 2013 übernommen wurden. Die Umsatzentwicklung im Seg-

ment Süd zeigt unserer Ansicht nach auch, dass die strukturellen Defizite hier noch nicht vollständig behoben sind.

Ein Blick auf die nachstehende Grafik zeigt die Umsatzverteilung nach den verschiedenen Segmenten.

Umsatzentwicklung nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: euromicron AG; GBC AG

Eine deutliche Steigerung konnte außerdem bei den Umsätzen im Ausland erzielt werden. Die internationalen Umsätze erhöhten sich im ersten Halbjahr 2014 deutlich auf 22,8 Mio. € (VJ: 16,0 Mio. €). Hierfür mitverantwortlich war die Übernahme der beiden Unternehmen ATECS und SIM, was sich an der Umsatzentwicklung in der Region „Rest der Welt“ (1. HJ 2014: 7,6 Mio. € vs. 1 HJ. 2013: 2,7 Mio. €) ablesen lässt.

Ergebnisentwicklung – Operatives Ergebnis im Rahmen der Erwartungen; Integrationskosten gehen zurück

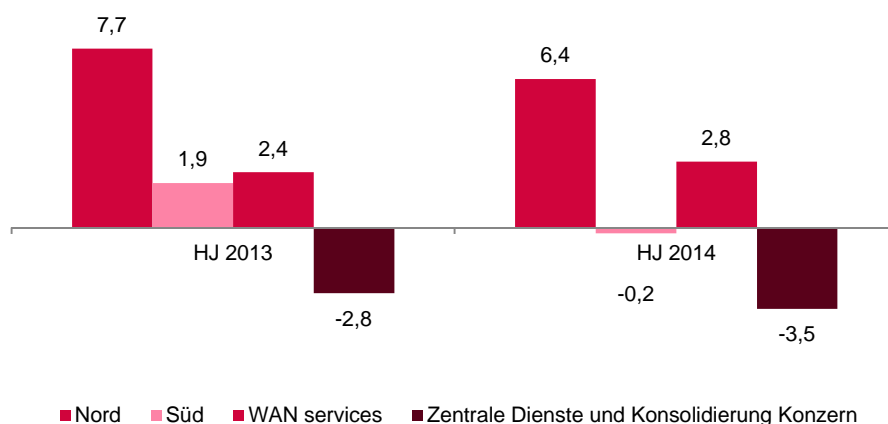
Auf der Ergebnisseite befindet sich die euromicron AG nach unserer Einschätzung auf einem guten Weg sowohl unsere eigenen Schätzungen, als auch die firmeneigenen Prognosen, zu erreichen.

Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) konnte im zweiten Quartals 2014 gegenüber dem Vorquartal auf 3,2 Mio. € (Q1 2014: 2,3 Mio. €) gesteigert werden. Im ersten Halbjahr des Vorjahres wurde ein EBIT von 9,2 Mio. € erzielt. Im ersten Halbjahr 2014 waren einmalige Integrationsaufwendungen von rund 2,6 Mio. € enthalten, wobei diese gemäß Unternehmensangaben zu einem größeren Teil im ersten Quartal 2014 angefallen sind. Die Integrationsaufwendungen sollten in der zweiten Jahreshälfte weiter rückläufig sein.

Zudem bleibt es nach unserer Ansicht festzuhalten, dass sich die Ergebnisqualität infolge reduzierter aktivierter Eigenleistungen sowie gesteigener Abschreibungen verbessert hat. Der Nettoeffekt auf das EBIT kann auf rund 1,5 Mio. € im ersten Halbjahr 2014 gegenüber dem Vorjahreszeitraum beziffert werden.

Einhergehend mit der erfreulichen Umsatzentwicklung hat sich auch die Ertragslage im Segment WAN services verbessert. Hier stieg das operative Ergebnis auf 2,8 Mio. € (VJ: 2,4 Mio. €). Der Rückgang in den Bereichen Süd und Zentrale Dienste ist hingegen zu einem Teil den angefallenen Integrationskosten von rund 2,6 Mio. € sowie im Segment Süd durch die schwächere Umsatzentwicklung geschuldet. Das Segment Nord erzielte ein solides Ergebnis von 6,4 Mio. € gegenüber 7,7 Mio. € im Vorjahr.

Entwicklung EBIT nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: euromicron AG; GBC AG

Bilanzielle Situation - Leichte Verbesserung der Eigenkapitalquote; Saisonal bedingter Anstieg des Working Capitals

in Mio. €	HJ 2013	GJ 2013	HJ 2014
Eigenkapital (ohne Minderheitenanteile)	121,56	122,21	124,66
EK-Quote (in %)	42,5%	37,2%	38,9%
Operatives Anlagevermögen	36,24	38,18	36,67
Working Capital	74,08	49,69	88,89
Net Debt	86,37	70,14	103,64

Quelle: euromicron AG; GBC AG

Das Eigenkapital lag per Ende Juni 2014 bei 124,7 Mio. €, was einem Buchwert je Aktie von rund 17,4 € entspricht. Auf der Aktivseite bilden die Firmenwerte mit 113,5 Mio. € den größten Bilanzposten. Die Eigenkapitalquote konnte zum 30. Juni 2014 infolge des positiven Jahresüberschusses leicht auf rund 39 % verbessert werden.

Das operative Anlagevermögen ging in den ersten sechs Monaten 2014 auf 36,67 Mio. € (31.12.2013: 38,18 Mio. €) zurück. Den Abschreibungen von 5,0 Mio. € standen hier niedrigere Investitionen in immaterielles Vermögen und Sachanlagen von rund 3,6 Mio. € gegenüber. Zusätzlich ist der Kaufpreis von 8,0 Mio. € für die Akquisition von ATECS und SIM im ersten Halbjahr 2014 gezahlt worden.

Der Anstieg beim Net Working Capital war die Hauptursache für die gestiegene Nettoverschuldung. Das Net Working Capital hat sich nach unseren Berechnungen deutlich auf 88,9 Mio. € (VJ: 49,7 Mio. €) erhöht. Dies spiegelt sich auch im operativen Cash Flow wider, welcher sich im ersten Halbjahr 2014 auf -36,3 Mio. € (VJ: 6,05 Mio. €) belief. Der um das Factoring-Volumen bereinigte Cash Flow konnte hingegen auf -11,7 Mio. € (VJ: -16,4 Mio. €) verbessert werden. Aufgrund des saisonalen Charakters des Geschäftsmodells erzielt die euromicron AG in der ersten Jahreshälfte traditionell einen negativen operativen Cash Flow.

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014e	GJ 2015e
Umsatzerlöse	329,37	348,00	375,00
EBITDA	14,41	21,56	28,80
EBITDA-Marge	4,4%	6,2%	7,7%
EBIT	5,51	12,66	20,20
EBIT-Marge	1,7%	3,6%	5,4%
Jahresüberschuss	-0,89	6,00	11,18
EPS in €	-0,12	0,78	1,45

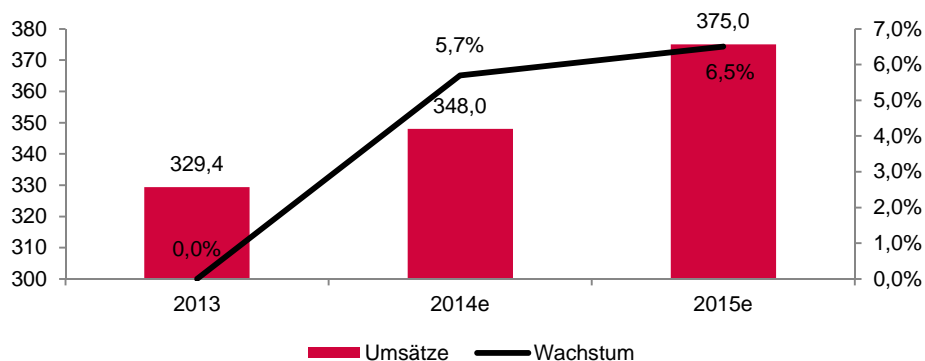
Quelle: GBC AG

Umsatz- und Ergebnisprognosen – Schätzungen nach solidem ersten Halbjahr 2014 bekräftigt

Vor dem Hintergrund der soliden operativen Entwicklung sowie der positiven Auftrags-eingänge im ersten Halbjahr 2014 sehen wir die euromicron AG auf einem guten Weg, unsere Schätzungen für das laufende Geschäftsjahr zu erreichen. Wir bekräftigen daher unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen für 2014 und 2015.

Für das laufende Geschäftsjahr 2014 gehen wir unverändert von einem Umsatz in Höhe von 348,0 Mio. € aus, was einem Zuwachs von rund 6 % entspricht. Die euromicron AG erzielt in der zweiten Jahreshälfte traditionell einen höheren Umsatz als im ersten Halbjahr. Mögliche Akquisitionen haben wir nicht in unseren Schätzungen berücksichtigt. Auch das Unternehmen hat mit Veröffentlichung des Halbjahresberichts die eigene Umsatzspanne von 340 Mio. € bis 360 Mio. € bestätigt.

Erwartete Umsatzentwicklung (in Mio. €) und Wachstumsrate (in %)



Quelle: GBC AG

Unsere Ergebnisschätzung sieht für 2014 unverändert ein EBIT von 12,66 Mio. € vor. Diesen Wert halten wir in Anbetracht der erzielten Ergebnisse im ersten Halbjahr 2014 für gut erreichbar. Wir sehen uns zudem in unserer Einschätzung durch die Tatsache bestärkt, dass die zweite Jahreshälfte infolge saisonaler Gründe in der Regel einen höheren Ergebnisbeitrag beisteuert.

Des Weiteren gehen wir davon aus, dass sich die Integrationsaufwendungen gegenüber dem ersten Halbjahr 2014 (~2,6 Mio. €) weiter zurückgehen sollten. Dies sollte dann auch zur Folge haben, dass der Südbereich wieder ein leicht positives Ergebnis ausweist.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die euromicron AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2014 und 2015 in Phase 1, erfolgt von 2016 bis 2021 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei haben wir unter konservativen Gesichtspunkten Steigerungen beim Umsatz von 4,0 % angenommen.

Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 9,0 % unterstellt. euromicron AG hat als Ziel eine EBIT-Marge von 8 bis 11 % in 2016 ausgegeben. Wir haben hier unter konservativen Gesichtspunkten einen Abschlag vorgenommen. Bei einer Realisierung dieser Zielsetzungen ergäbe sich ein nicht unerhebliches zusätzliches Kurspotential im Rahmen unseres DCF-Modells.

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 % sowie eine Steuerquote von 30,0 %.

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 1,61.

Unter Verwendung der getroffenen Annahmen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten in Höhe von 10,8 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jährigen Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 80 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,4 %.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,4 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2014 entspricht unverändert einem Kursziel in Höhe 21,50 €.

Ausgehend vom aktuell niedrigen Kursniveau ergibt sich somit ein deutliches Kurspotential von rund 60 % für die Aktie. Die Aktie ist nach unserer Ansicht klar unterbewertet.

DCF-MODELL

euromicron - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	20,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	9,0%	ewige EBITA - Marge	7,1%
AFA zu operativen Anlagevermögen	22,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	15,6%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 14e	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	348,00	375,00	390,00	405,60	421,82	438,70	456,24	474,49	
US Veränderung	5,7%	7,8%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	9,16	9,62	9,95	10,30	10,66	11,00	11,33	11,63	
EBITDA	21,56	28,80	35,10	36,50	37,96	39,48	41,06	42,70	
EBITDA-Marge	6,2%	7,7%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	
EBITA	12,66	20,20	26,52	27,88	29,30	30,77	32,29	33,85	
EBITA-Marge	3,6%	5,4%	6,8%	6,9%	6,9%	7,0%	7,1%	7,1%	7,1%
Steuern auf EBITA	-3,80	-6,06	-7,96	-8,36	-8,79	-9,23	-9,69	-10,15	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	8,86	14,14	18,56	19,52	20,51	21,54	22,60	23,69	
Kapitalrendite	10,1%	15,2%	18,8%	19,5%	20,0%	20,5%	20,9%	21,3%	21,0%
Working Capital (WC)	55,00	60,00	60,76	63,19	65,72	68,35	71,08	73,93	
WC zu Umsatz	15,8%	16,0%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	
Investitionen in WC	-5,31	-5,00	-0,76	-2,43	-2,53	-2,63	-2,73	-2,84	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	38,00	39,00	39,20	39,39	39,59	39,87	40,26	40,79	
AFA auf OAV	-8,90	-8,60	-8,58	-8,62	-8,67	-8,71	-8,77	-8,86	
AFA zu OAV	23,4%	22,1%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	
Investitionen in OAV	-8,72	-9,60	-8,77	-8,82	-8,86	-8,99	-9,17	-9,38	
Investiertes Kapital	93,00	99,00	99,96	102,58	105,31	108,21	111,35	114,71	
EBITDA	21,56	28,80	35,10	36,50	37,96	39,48	41,06	42,70	
Steuern auf EBITA	-3,80	-6,06	-7,96	-8,36	-8,79	-9,23	-9,69	-10,15	
Investitionen gesamt	-14,03	-14,60	-9,54	-11,25	-11,39	-11,62	-11,90	-12,22	
Investitionen in OAV	-8,72	-9,60	-8,77	-8,82	-8,86	-8,99	-9,17	-9,38	
Investitionen in WC	-5,31	-5,00	-0,76	-2,43	-2,53	-2,63	-2,73	-2,84	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	3,73	8,14	17,61	16,89	17,78	18,64	19,47	20,33	294,66

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	238,86	253,14
Barwert expliziter FCFs	81,60	81,12
Barwert des Continuing Value	157,26	172,02
Nettoschulden (Net debt)	72,52	70,50
Wert des Eigenkapitals	166,34	182,64
Fremde Gewinnanteile	-0,43	-0,47
Wert des Aktienkapitals	165,91	182,17
Ausstehende Aktien in Mio.	7,72	7,72
Fairer Wert der Aktie in EUR	21,50	23,61

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,61
Eigenkapitalkosten	10,8%
Zielgewichtung	80,0%
Fremdkapitalkosten	5,0%
Zielgewichtung	20,0%
Taxshield	28,7%
WACC	9,4%

Kapitalrendite	WACC				
	8,8%	9,1%	9,4%	9,7%	10,0%
20,5%	23,57	22,21	20,96	19,83	18,78
20,7%	23,87	22,49	21,23	20,08	19,02
21,0%	24,17	22,78	21,50	20,33	19,26
21,2%	24,48	23,06	21,77	20,59	19,50
21,5%	24,78	23,35	22,04	20,84	19,74

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-ag.de/de/Disclaimer.htm>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 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. Aktiensplits, 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/de/Offenlegung.htm>

§ 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

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

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de