



Researchstudie (Anno)

euromicron
Aktiengesellschaft

**Umsatzschwelle von 330 Mio. €
erstmalig übertroffen -
Agenda 2015 als Basis für
weiteres Wachstum**

Kursziel: 25,50 €

Rating: Kaufen

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

Fertigstellung: 17.4.2013

Erstveröffentlichung: 18.4.2013

Inhaltsangabe

Unternehmen

Organigramm.....	3
Aktionärsstruktur.....	3

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick.....	4
Geschäftsentwicklung 2012.....	5
Umsatzentwicklung.....	5
Ergebnisentwicklung.....	6
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	8
SWOT-Analyse.....	9
Prognose und Modellannahmen.....	10

Bewertung/ Fazit

DCF-Bewertung.....	12
Modellannahmen.....	12
Bestimmung der Kapitalkosten.....	12
Bewertungsergebnis.....	12
DCF-Betrachtung.....	13
Fazit	14

Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss	15
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	17

Kaufen

Kursziel: 25,50

aktueller Kurs: 15,35
15.4.2013 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1K0300

WKN: A1K030

Börsenkürzel: EUCA

Aktienanzahl³: 6,664

Marketcap³: 102,29
EnterpriseValue³: 182,28
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 90,1 %

Transparenzlevel:
Prime Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
EQUINET AG
CBS

Analysten:

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite 15

euromicron AG ^{*5}

Unternehmensprofil

Branche: Technologie

Fokus: Netzwerk- und
Lichtleiterwellentechnologie

Mitarbeiter: 1699 Stand: 31.12.2012

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 23 Unternehmen, die in den Konzernabschluss einbezogen werden. Den überwiegenden Teil ihres Umsatzes erzielt die Gruppe in Deutschland. Die Geschäftstätigkeit untergliedert sich in die drei Geschäftsbereiche Projekte & Systeme, Komponenten & Konfektionierung sowie Distribution & Dienstleistung.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013e	31.12.2014e
Umsatz	305,31	330,03	357,00	370,00
EBITDA	30,73	25,03	30,41	33,56
EBIT	24,16	17,08	22,41	25,56
Jahresüberschuss	12,18	8,57	11,82	14,59

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	2,32	1,29	1,77	2,19
Dividende je Aktie	1,15	0,30	0,60	0,80

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,54	0,55	0,51	0,49
EV/EBITDA	5,93	7,28	5,99	5,43
EV/EBIT	7,54	10,67	8,13	7,13
KGV	6,62	11,90	8,67	7,01
KBV		0,86		

Finanztermine:

Datum: Ereignis
08.05.2013: Veröffentlichung Q1-Bericht
17.05.2013: Hauptversammlung
09.08.2013: Veröffentlichung HJ-Bericht
08.11.2013: Q3-Zahlen

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating
5.11.2012: RG / 30,50 / KAUFEN
24.8.2012: RS / 30,50 / KAUFEN
19.4.2012: RS / 30,50 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Unternehmen

Organigramm

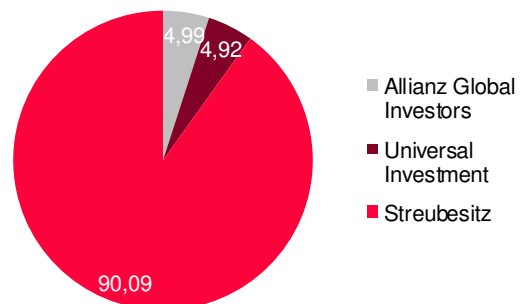
Das nachstehende Schaubild gibt einen Überblick über die Konzernstruktur der euromicron-Gruppe:



Quelle: GBC, euromicron

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	31.12.2012
Allianz Global Investors	4,99
Universal Investment	4,92
Streubesitz	90,09



Quelle: GBC, euromicron

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2011	in % vom Umsatz	GJ 2012	in % vom Umsatz	GJ 2013e	in % vom Umsatz	GJ 2013e	in % vom Umsatz
Umsatzerlöse	305,306	100,00%	330,030	100,00%	357,000	100,00%	370,000	100,00%
Bestandsveränderungen	-7,443	-2,44%	-5,850	-1,77%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
aktivierte Eigenleistungen	1,948	0,64%	5,607	1,70%	4,000	1,12%	2,000	0,54%
sonst. betriebliche Erträge	2,724	0,89%	2,797	0,85%	3,200	0,90%	4,000	1,08%
Materialkosten	-159,619	-52,28%	-171,002	-51,81%	-189,210	-53,00%	-194,990	-52,70%
Rohertrag	142,916	46,81%	161,582	48,96%	174,990	49,02%	181,010	48,92%
Personalkosten	-76,930	-25,20%	-93,588	-28,36%	-103,530	-29,00%	-105,450	-28,50%
Abschreibungen	-6,563	-2,15%	-7,943	-2,41%	-8,000	-2,24%	-8,000	-2,16%
sonst. betriebliche Aufwendungen	-35,261	-11,55%	-42,969	-13,02%	-41,055	-11,50%	-42,000	-11,35%
EBIT	24,162	7,91%	17,082	5,18%	22,405	6,28%	25,560	6,91%
Finanzergebnis	-6,364	-2,08%	-4,856	-1,47%	-4,800	-1,34%	-4,000	-1,08%
EBT	17,798	5,83%	12,226	3,70%	17,605	4,93%	21,560	5,83%
Steuern	-4,938	-1,62%	-3,398	-1,03%	-5,282	-1,48%	-6,468	-1,75%
Ergebnis vor Anteilen Dritter	12,860	4,21%	8,828	2,67%	12,324	3,45%	15,092	4,08%
Minderheitenanteile	-0,670	-0,22%	-0,260	-0,08%	-0,500	-0,14%	-0,500	-0,14%
Jahresüberschuss	12,190	3,99%	8,568	2,60%	11,824	3,31%	14,592	3,94%

EBITDA	30,73		25,03		30,41		33,56
in % vom Umsatz	10,1 %		7,6 %		8,5 %		9,1 %
EBIT	24,16		17,08		22,41		25,56
in % vom Umsatz	7,9 %		5,2 %		6,3 %		6,9 %
Ergebnis je Aktie in €	2,32		1,29		1,77		2,19
Dividende je Aktie in €	1,15		0,30		0,60		0,80

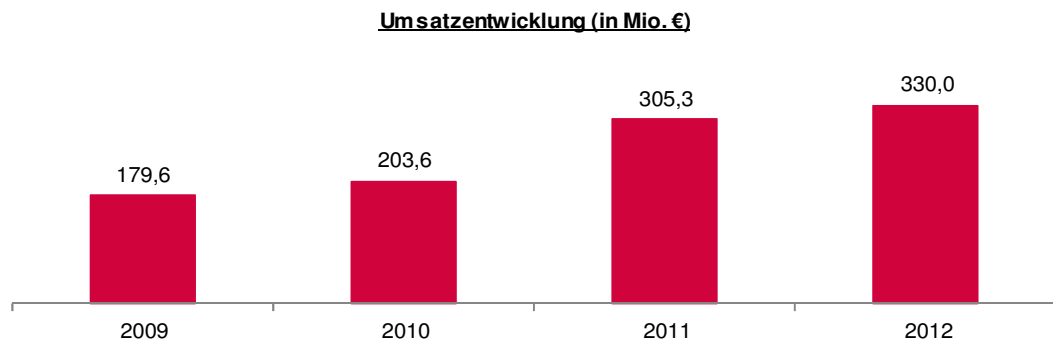
Geschäftsentwicklung 2012

in Mio. €	GJ 2011	Δ 2011/2012	GJ 2012
Umsatzerlöse	305,3	+8,1 %	330,0
EBITDA	30,7	-18,6 %	25,0
EBITDA-Marge	10,1 %	-2,5 Pp.	7,6 %
EBIT	24,2	-29,3 %	17,1
EBIT-Marge	7,9 %	-2,7 Pp.	5,2 %
Jahresüberschuss	12,2	-29,6 %	8,6
EPS in €	2,32		1,29

Quelle: euromicron; GBC

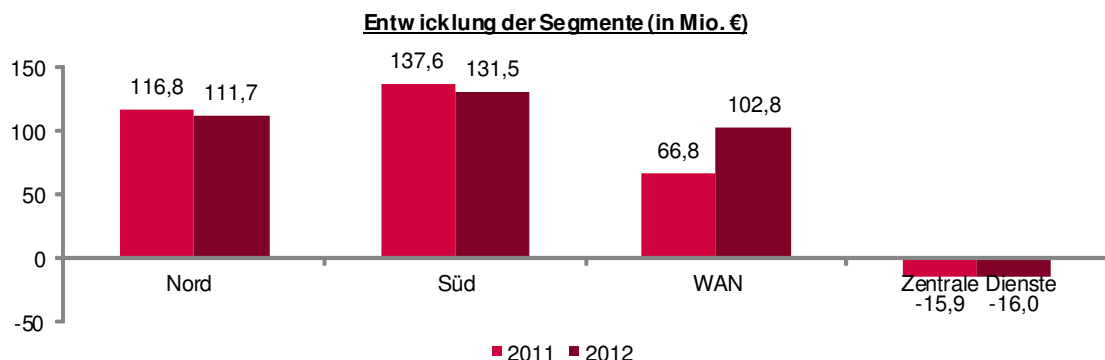
Umsatzentwicklung - Erstmals Umsatzerlöse von mehr als 330 Mio. €

Die euromicron AG konnte auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 die Umsatzerlöse erneut steigern und blieb somit weiterhin auf Wachstumskurs. Seit 2009 verzeichnete das Unternehmen kontinuierliche Umsatzzuwächse, wie das nachstehende Schaubild zeigt. Der deutliche Umsatzanstieg in 2012 beruhte vor allem auf der Akquisition von telent.



Quelle: euromicron; GBC

Auf Konzernebene beliefen sich die Umsätze im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 auf 330,03 Mio. €, was gegenüber dem Vorjahreszeitraum einem Wachstum von 8,1 % entspricht. Damit lag die euromicron AG im Rahmen der eigenen Prognosen, jedoch konnten unsere Umsatzschätzungen (GBC: 343,00 Mio. €) nicht ganz erreicht werden. Ursächlich hierfür war vor allem eine schwächere Umsatzentwicklung in der zweiten Jahreshälfte.



Quelle: euromicron; GBC

Der Umsatzzuwachs in 2012 beruht im Wesentlichen auf der positiven Entwicklung des Segments WAN services. In diesem Segment sind die beiden Tochtergesellschaften telent und RSR Datacom erfasst. Neben einem Konsolidierungseffekt, da die Erstkonsolidierung von telent erst im Juni 2011 erfolgte, ist das Umsatzwachstum gleichzeitig durch eine erfreuliche operative Entwicklung von telent zu erklären. telent konnte in 2012 ein organisches Wachstum verzeichnen.

Des Weiteren hat die euromicron AG in 2012 erneut mehrere kleinere mittelständische Unternehmen mit einer guten Positionierung in bestimmten Marktnischen der Netzwerktechnik erworben. Als wichtige Akquisitionen in 2012 sind hier die ANS GmbH, die RSR Datacom GmbH und die Stark- und Schwachstrommontage GmbH zu nennen. Insgesamt beliefen sich die Umsätze resultierend aus der Erstkonsolidierung auf knapp 10 Mio. €. Bei einer Pro-Forma-Betrachtung für das Gesamtjahr 2012 hätten die Konzernumsätze bei 341,3 Mio. € gelegen und damit rund 11 Mio. € höher als ausgewiesen.

Dagegen verzeichnete das Segment Nord einen Umsatzrückgang im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012. Als einen wichtigen Grund für die rückläufige Umsatzentwicklung sehen wir hier stärkere Investitionszurückhaltung im zweiten Halbjahr 2012 von Seiten der Telekom-Carrier, insbesondere der Deutschen Telekom. Einige Tochterunternehmen von euromicron liefern Produkte und Komponenten für den Breitbandausbau, welche aufgrund der Verschiebung von Infrastrukturprojekten weniger nachgefragt wurden und somit sich negativ auf der Umsatzseite bemerkbar machten. Des Weiteren ging infolge der verschobenen Glasfaserprojekte die Auslastung bei einigen Tochterunternehmen im Bereich Systemhaus zurück.

Der Umsatz im umsatzseitig größten Segment Süd entwickelte sich im Vergleich zum Vorjahr ebenfalls rückläufig und konnte somit die geplanten Ziele nicht erreichen. Hier reduzierten sich die Umsatzerlöse von 137,6 Mio. € in 2011 auf 131,5 Mio. € in 2012. Hauptgrund hierfür war eine schwächere Entwicklung der im Bereich der Systemintegration tätigen Tochterunternehmen innerhalb der euromicron Gruppe. Zudem belasteten durchgeführte Integrations- und Strukturmaßnahmen (Standortoptimierungen, Geschäftsführerwechsel etc.) den Geschäftsverlauf.

Die im Ausland erzielten Umsätze gingen in 2012 auf 31,1 Mio. € (VJ: 37,5 Mio. €) zurück. Dies entspricht einem Auslandsanteil in Höhe von 9,4 % (VJ: 12,3 %). Hier gilt es jedoch anzumerken, dass die Umsätze in 2011 noch maßgeblich durch einen Großauftrag im mittleren Osten geprägt wurden. Ohne Berücksichtigung dieses Großauftrags belief sich das organische Umsatzwachstum im Ausland auf rund 5 %.

Ergebnisentwicklung - Integrations- und Strukturmaßnahmen belasten

Der Rohertrag konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 überproportional um 13,1 % auf 161,58 Mio. € (VJ: 142,92 Mio. €) gesteigert werden. Dies ist einerseits auf eine geringere Materialaufwandsquote zurückzuführen. Hier machte sich die Hebung von Synergiepotentialen im Bereich des Einkaufs sowie ein gestrafftes Kostenmanagement positiv bemerkbar. Dagegen wirkte sich das fast vollständige Ausbleiben von Telekom-Infrastrukturprojekten in der zweiten Jahreshälfte 2012 negativ auf den Rohertrag aus, da es sich hier um höhermarginale Liefergeschäfte handelt.

Andererseits hatten die erhöhten aktivierten Eigenleistungen in 2012 in Höhe von 5,61 Mio. € (VJ: 2,72 Mio. €) einen Anstieg des Rohertrags zur Folge. Hierfür verantwortlich waren unter anderem eine durch die Tochtergesellschaft Microsens neu entwickelte Switchfamilie, für den industriellen Einsatz, sowie die Entwicklung eines faseroptischen Flächenstecksystems für die Verbesserung von Datenverbindungen in Rechenzentren namens Crosscon.

Die Personalaufwendungen erhöhten sich in 2012 auf 93,59 Mio. € (VJ: 76,93 Mio. €), was einer Personalaufwandsquote von 28,36 % (VJ: 25,20 %) entspricht. Der im Vergleich zum Umsatz überproportionale Anstieg der Personalaufwendungen ist neben der volljährigen Konsolidierung der telent auch auf den deutlich gestiegenen Umsatzanteil des Systemgeschäfts zurückzuführen. Die beiden anderen Bereiche Produktion und Distribution sind in der Regel weniger personalintensiv als das Systemhausgeschäft.

Des Weiteren stiegen die sonstigen betrieblichen Aufwendungen in 2012 um 21,9 % auf 42,97 Mio. € (VJ: 35,26 Mio. €) an. Dies erklärt sich neben der Einbeziehung von erworbenen Gesellschaften auch durch diverse Integrationsmaßnahmen und Einmaleffekte unter anderem im Zusammenhang mit der Einführung neuer IT-Landschaften, dem Umbau der Führungs- und Managementstrukturen sowie mit Standortoptimierungen.

Die Abschreibungen beliefen sich in 2012 auf 7,94 Mio. € gegenüber 6,56 Mio. € im vergleichbaren Vorjahreszeitraum, wovon mit 4,75 Mio. € (VJ: 3,67 Mio. €) der Hauptanteil auf immaterielle Vermögensgegenstände entfiel. Dieser Anstieg resultierte hauptsächlich aus erworbenen Kundenstämmen und Konzessionen im Zusammenhang mit Akquisitionen.

Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) auf Konzernebene lag im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 mit 17,09 Mio. € (VJ: 24,16 Mio. €) deutlich unter dem Vorjahresniveau. Auch konnten unsere Prognosen nicht erreicht werden. Hier gilt es jedoch anzumerken, dass in 2012 einmalige Aufwendungen im Zusammenhang mit umfangreichen Integrations- und Strukturmaßnahmen von rund 4,5 Mio. € anfielen. Die Sonderaufwendungen spiegeln sich besonders deutlich im Segment Süd wider. Hier ging das EBIT von 6,88 Mio. € in 2011 auf 0,52 Mio. € in 2012 signifikant zurück. Die Integrationsmaßnahmen sollten gemäß des Unternehmens auch in 2013 fortgeführt werden und folglich das operative Ergebnis belasten, wenn auch in geringerem Umfang als in 2012.

Beim Finanzergebnis profitierte die euromicron AG in 2012 von den günstigen Finanzierungsbedingungen auch dank des insgesamt niedrigen Zinsumfelds in Deutschland. Dies resultierte trotz der insgesamt gestiegenen Nettoverschuldung in einem auf -4,86 Mio. € (VJ: -6,36 Mio. €) verbesserten Finanzergebnis.

Unter Berücksichtigung einer Konzernsteuerquote von 27,8 % (VJ: 27,7 %) sowie den Minderheitenanteilen von -0,26 Mio. € (VJ: -0,67 Mio. €) lag der Jahresüberschuss im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 bei 8,57 Mio. € (VJ: 12,23 Mio. €) und damit deutlich unter dem Vorjahr. Die Minderheitenanteile betreffen die beiden Tochterunternehmen MICROSENS (Anteil: 90 %) und Qubix (Anteil: 90 %). Der Anteil an der sehr profitablen Tochtergesellschaft MICROSENS wurde im Dezember 2012 um 10 % erhöht.

Der Gewinn je Aktie reduzierte sich in 2012 folglich auf 1,29 € gegenüber 2,32 € im Vorjahr. Zudem hat der Vorstand beschlossen, für das Geschäftsjahr 2012 eine Dividende von 0,30 € auszuschütten. Die Kürzung der Ausschüttungsquote auf unter 25 % in den Integrationsjahren 2012 bis 2014 ist vor dem Hintergrund zu verstehen, dass ein verstärkter Fokus auf die Reduzierung der Nettofinanzverbindlichkeiten sowie auf die Stärkung der Eigenkapitalstruktur gelegt werden soll.

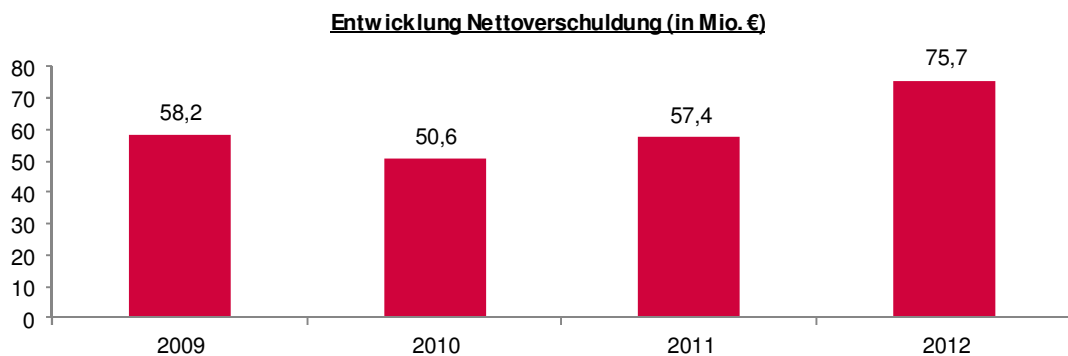
Bilanzielle und finanzielle Situation - Stabile Bilanzrelationen

in Mio. €	GJ 2009	GJ 2010	GJ 2011	GJ 2012
Eigenkapital	71,4	89,3	120,0	119,0
EK-Quote	39,4 %	45,5 %	45,3 %	41,9 %
Nettoverschuldung	58,2	50,6	57,4	75,7
Operatives Anlagevermögen	24,4	26,4	33,4	37,3
Net Working Capital	33,7	39,7	52,4	63,1

Quelle: euromicron; GBC

Die euromicron AG verfügt nach unserer Einschätzung nach wie vor über solide Bilanzrelationen, auch wenn die Nettoverschuldung in 2012 angestiegen ist. Vor dem Hintergrund einer Nettoverschuldung von 75,7 Mio. € per Ende Dezember 2012 halten wir jedoch eine Reduzierung der Ausschüttungsquote als den richtigen Schritt. Es ist Ziel der Gesellschaft die Eigenkapitalstruktur zu stärken und die Nettofinanzverbindlichkeiten zu reduzieren.

Die Eigenkapitalquote ging zum 31.12.2012 auf 41,9 % (VJ: 45,3 %) zurück, bewegt sich nach unserer Ansicht allerdings weiterhin auf einem komfortablen Niveau. Die Nettoverschuldung erhöhte sich deutlich um rund 18 Mio. € auf 75,7 Mio. €. Das nachstehende Schaubild zeigt die Entwicklung der Nettoverschuldung in den vergangenen Jahren.



Quelle: euromicron; GBC

Die Kombination aus einem gestiegenen Net Working Capital, unverändert hohen Investitionen sowie der Dividendenausschüttung führten letztendlich zu dem Anstieg der Nettoverschuldung. Das Net Working Capital erhöhte sich nach unseren Berechnungen sowohl absolut (2012: 63,1 Mio. € vs. 2011: 52,4 Mio. €) als auch in Relation zum Umsatz (2012: 19,12 vs. 2011: 17,16). Diese Entwicklung sollte dabei im Wesentlichen auf den gestiegenen Anteil des Systemhausgeschäfts zurückzuführen sein.

Die Investitionen betragen in 2012 13,3 Mio. € (VJ: 20,4 Mio. €) und lagen damit über den Abschreibungen. Ein Großteil der Investitionen entfiel mit 6,6 Mio. € auf das immaterielle Anlagevermögen (~ davon aktivierte Eigenleistungen 5,6 Mio. €). Für den Erwerb von ANS GmbH, RSR Datacom GmbH, Stark- und Schwachstrommontage GmbH und der Anteilsaufstockung bei MICROSENS wurden zudem liquide Mittel von rund 2,6 Mio. € gezahlt.

SWOT - ANALYSE

Stärken

- Dauerhaft gute Margensituation und hohe Ertragskraft in den vergangenen Jahren
- Erfolgreicher Track-Record bei Akquisitionen im Rahmen der „Buy-and-Build“-Strategie in der Vergangenheit
- Krisenresistentes Geschäftsmodell aufgrund breiter Kundendiversifikation
- euromicron-Gruppe verfügt über ein flächendeckendes Niederlassungsnetz in Deutschland
- Gut positioniert im wachsenden Markt für Netzwerkinfrastruktur und Datenkommunikation
- Komfortabler Auftragsbestand von fast 130 Mio. € gegen Jahresende

Schwächen

- Hoher Anteil an Goodwill im Vergleich zum Eigenkapital als Folge der „Buy-and-Build“-Strategie
- Traditionell hoher Ergebnisbeitrag im vierten Quartal führt zu einer Saisonalität des Geschäftsverlaufs
- Relativ hohe Nettoverschuldung

Chancen

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

Risiken

- Relativ hoher Geschäfts- und Firmenwert birgt Risiko einer Wertberichtigung bei einer sich verschlechternden Ertragskraft
- Zunehmender Preis- und Margendruck im Projektgeschäft bei einer konjunkturellen Abschwächung

Prognose und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012	GJ 2013e	GJ 2014e
Umsatzerlöse	305,31	330,03	357,00	370,00
EBITDA (Marge)	30,73 (10,1 %)	25,03 (7,6 %)	30,41 (8,5 %)	33,56 (9,1 %)
EBIT (Marge)	24,16 (7,9 %)	17,08 (5,2 %)	22,41 (6,3 %)	25,56 (6,9 %)
Jahresüberschuss	12,23	8,57	11,82	14,59
EPS in €	2,32	1,29	1,77	2,19

Berechnungen: GBC

Umsatzprognosen - Wachstumskurs setzt sich auch in 2013 fort

Wir gehen davon aus, dass es der euromicron AG gelingen wird, auch im laufenden Geschäftsjahr 2013 die Umsatzerlöse weiter zu steigern. Damit sollte die Gesellschaft auch in 2013 den Wachstumskurs fortsetzen können. Seit dem Jahr 2006 als die Umsätze noch bei rund 115 Mio. € lagen, konnte das Unternehmen auf der Umsatzseite kontinuierlich voran gebracht werden.

Im Rahmen der „**Agenda 500**“ hat der Vorstand das Ziel definiert, die Konzernumsätze auf einen Wert von 500 Mio. € zu steigern. Dazu sollen neben dem organischen Wachstum auch weiterhin Akquisitionen beitragen. Auch wenn das operative Ergebnis in 2012 nicht unsere Erwartungen erfüllen konnte und das Margenziel in der Transformationsphase bis 2014 reduziert wurde, sind wir dennoch zuversichtlich, dass die euromicron AG ihre Ziele bis 2015 erreichen wird. Ab 2015 soll die alte Ertragsqualität mit einer EBITDA-Marge von 10 % bis 13 % wieder hergestellt werden.

Die euromicron AG verfügt als einer der führenden Netzwerkimtegratoren mit einem Fokus auf mittelständische Kunden über eine hervorragende Marktpositionierung mit einem flächendeckenden Niederlassungsnetz in Deutschland. Zudem sind wir der Ansicht, dass das Unternehmen einen erfolgreichen Track-Record bei Akquisitionen im Rahmen der „Buy-and-Build“-Strategie in den letzten Jahren vorweisen kann. Mit dem breitgefächerten Produktportfolio als Hersteller, Systemhaus und Distributor kann der Konzern ihren Kunden die gesamte Wertschöpfungskette anbieten und hat somit ein Alleinstellungsmerkmal im mittelständischen Bereich.

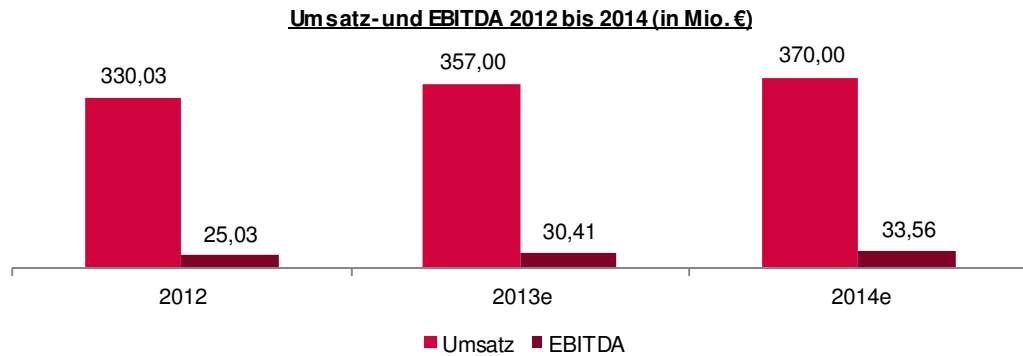
Für das laufende Geschäftsjahr 2013 erwarten wir einen weiteren Umsatzanstieg um 8,2 % auf dann 357,00 Mio. €. Den Konsolidierungseffekt aus unterjährig akquirierten Unternehmen in 2012 schätzen wir dabei auf rund 10 Mio. €. Folglich sollte sich das organische Wachstum auf rund 5 % in 2013 belaufen. Der derzeitige Auftragsbestand von rund 130 Mio. € liefert nach unserer Einschätzung hierfür eine solide Ausgangsbasis. Mögliche Akquisitionen haben wir im Rahmen unserer Prognosen nicht berücksichtigt.

Ergebnisprognosen - Stetige Verbesserung der Margen in den Folgejahren erwartet

Das EBITDA sehen wir im laufenden Geschäftsjahr 2013 bei 30,41 Mio. €, was einer EBITDA-Marge von 8,5 % (2012: 7,6 %) entspricht. Gegenüber dem Vorjahr 2012 bedeutet dies eine Verbesserung, jedoch ist die euromicron AG hier noch von den früher erreichten Margenniveaus entfernt. Im Rahmen der „Agenda 500“ wurde von Unternehmensseite kommuniziert, dass die EBITDA-Marge erst nach der Integrationsphase 2012-2014 wieder über der Marke von 10 % liegen soll.

So rechnen wir mit einer Fortführung der Strukturmaßnahmen, welche das operative Ergebnis auch in 2013 belasten werden. Den Integrationsaufwand sehen wir hier in einer ähnlichen Größenordnung wie in 2012.

Das nachfolgende Schaubild zeigt unsere Erwartungen für Umsatz und EBITDA in den kommenden Jahren.



Berechnungen: GBC

Die Abschreibungen sollten gemäß unseren Schätzungen in 2013 mit -8,00 annähernd auf dem Niveau des Vorjahres liegen.

Unter Berücksichtigung eines fast unveränderten Finanzergebnisses (GBC-Schätzung: -4,80 Mio. €) sowie einer angenommenen Steuerquote auf Konzernebene von 30,00 % errechnet sich für das laufende Geschäftsjahr 2013 ein verbesserter Konzernjahresüberschuss in Höhe von 11,82 Mio. €. Auf Grundlage einer ausstehenden Aktienanzahl von 6,70 Mio. errechnet sich folglich ein Gewinn je Aktie von 1,77 €.

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die euromicron AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2013 bis 2014 in Phase 1, erfolgt von 2015 bis 2019 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir unter konservativen Gesichtspunkten durchschnittliche jährliche Steigerungen beim Umsatz von 2,5 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 9,8 % (bisher: 10,5 %) angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der euromicron AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit 2,00 %.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,58.

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

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,6 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2013 entspricht als Kursziel 25,50 € (bisher: 30,50 €).

Damit haben wir das bisherige Kursziel nach unten angepasst.

euromicron AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,5%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	9,8%	ewige EBITA - Marge	8,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	21,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	19,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency					final	
	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	Endwert
Umsatz (US)	357,00	370,00	379,25	388,73	398,45	408,41	418,62	429,09	
<i>US Veränderung</i>	8,2%	3,6%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	9,65	9,87	9,98	10,23	10,49	10,75	11,02	11,29	
EBITDA	30,41	33,56	37,24	38,17	39,13	40,11	41,11	42,14	
<i>EBITDA-Marge</i>	8,5%	9,1%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	
EBITA	22,41	25,56	29,37	30,19	31,15	32,13	33,13	34,16	
<i>EBITA-Marge</i>	6,3%	6,9%	7,7%	7,8%	7,8%	7,9%	7,9%	8,0%	8,0%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-6,72	-7,67	-8,81	-9,06	-9,34	-9,64	-9,94	-10,25	
EBI (NOPLAT)	15,68	17,89	20,56	21,14	21,80	22,49	23,19	23,91	
Kapitalrendite	15,6%	17,5%	19,1%	19,2%	19,5%	19,8%	20,1%	20,3%	20,4%
Working Capital (WC)	65,00	70,00	72,06	73,86	75,71	77,60	79,54	81,53	
<i>WC zu Umsatz</i>	18,2%	18,9%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
<i>Investitionen in WC</i>	-1,88	-5,00	-2,06	-1,80	-1,85	-1,89	-1,94	-1,99	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	37,00	37,50	38,00	38,00	38,00	38,00	38,00	38,00	
<i>AFA auf OAV</i>	-8,00	-8,00	-7,88	-7,98	-7,98	-7,98	-7,98	-7,98	
<i>AFA zu OAV</i>	21,6%	21,3%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-7,71	-8,50	-8,38	-7,98	-7,98	-7,98	-7,98	-7,98	
Investiertes Kapital	102,00	107,50	110,06	111,86	113,71	115,60	117,54	119,53	
EBITDA	30,41	33,56	37,24	38,17	39,13	40,11	41,11	42,14	
Steuern auf EBITA	-6,72	-7,67	-8,81	-9,06	-9,34	-9,64	-9,94	-10,25	
Investitionen gesamt	-9,60	-13,50	-10,43	-9,78	-9,83	-9,87	-9,92	-9,97	
<i>Investitionen in OAV</i>	-7,71	-8,50	-8,38	-7,98	-7,98	-7,98	-7,98	-7,98	
<i>Investitionen in WC</i>	-1,88	-5,00	-2,06	-1,80	-1,85	-1,89	-1,94	-1,99	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	14,09	12,39	18,00	19,33	19,96	20,60	21,25	21,92	289,58
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	244,12	255,16							
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	91,64	88,05							
<i>Barwert des Continuing Value</i>	152,48	167,11							
Nettoschulden (Net debt)	72,72	68,34							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	171,41	186,81							
Fremde Gewinnanteile	-0,58	-0,63							
Wert des Aktienkapitals	170,83	186,18							
Ausstehende Aktien in Mio.	6,700	6,700							
Fairer Wert der Aktie in EUR	25,50	27,79							

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

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	8,6%	9,1%	9,6%	10,1%	10,6%
19,3%	24,61	22,43	20,55	18,93	17,51
21,3%	27,65	25,16	23,02	21,17	19,56
23,3%	30,68	27,89	25,50	23,42	21,61
25,3%	33,72	30,63	27,97	25,67	23,66
27,3%	36,76	33,36	30,44	27,92	25,71

Fazit

Die euromicron AG konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 ihren eingeschlagenen Wachstumskurs unverändert fortsetzen und dabei erstmalig die Umsatzgrenze von 300 Mio. € überschreiten. Seit dem Jahr 2006, als der Umsatz noch bei rund 110 Mio. € lag, konnten die Konzernumsatzerlöse kontinuierlich sowohl durch organisches als auch durch anorganisches Wachstum gesteigert werden. Auf der Ergebnisseite konnten unsere Erwartungen in 2012 hingegen nicht erreicht werden. Hier belasteten vor allem zwei Faktoren. Einerseits wurden im Rahmen der Agenda 2015 Integrations- und Strukturmaßnahmen vorgenommen, welche einen Aufwand von rund 4,5 Mio. € zur Folge hatten. Andererseits führte die Verschiebung von Infrastrukturprojekten im Telekommunikationsbereich zum Ausbleiben von margenträchtigen Liefergeschäften.

Im Rahmen der „Agenda 500“ hat der Vorstand das Ziel definiert, die Umsätze auf Konzernebene bis zum Jahr 2015 auf 500 Mio. € zu steigern. Dieses Ziel soll dabei durch eine Kombination aus organischem Wachstum sowie Übernahmen erreicht werden. Nach dem Abschluss der Transformationsphase soll ab 2015 wieder die alte Ertragsqualität erreicht werden. Die EBITDA-Marge soll sich dann wieder in einem Korridor von 10 % bis 13 % bewegen.

Für das laufende Geschäftsjahr 2013 sind wir zuversichtlich gestimmt, dass die euromicron AG die Konzernumsätze weiter steigern wird. Wir rechnen hier mit einem Umsatzzuwachs um 8,2 % auf dann 357,00 Mio. €. Das Wachstum lässt sich dabei sowohl auf einen konsolidierungsbedingten Effekt als auch auf eine positive operative Entwicklung der Tochterunternehmen zurückführen. Beim EBITDA gehen wir für 2013 trotz weiter anfallenden Aufwendungen im Zusammenhang mit Integrationsmaßnahmen von einer deutlichen Verbesserung aus. Unsere Prognosen sehen ein EBITDA und einen Gewinn je Aktie von 30,41 Mio. € respektive 1,77 € vor.

Im Rahmen des DCF-Modells haben wir für die Aktie der euromicron AG ein 2013er Kursziel von 25,50 € je Aktie ermittelt. Damit haben wir unser bisheriges Kursziel von 30,50 je Aktie infolge der reduzierten Schätzungen nach unten angepasst. Auf Basis des derzeitigen Aktienkurses sehen wir jedoch deutliches Kurspotenzial. Wir bestätigen daher das Rating KAUFEN und sehen die euromicron AG weiterhin als attraktives Investment an.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:
<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. 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/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de.**

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



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