



# euromicron AG

## Auftragseingang und Ausblick enttäuschen

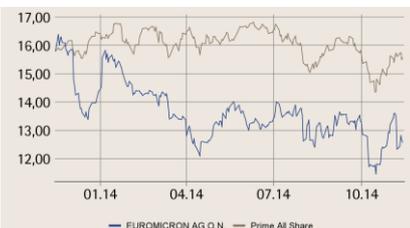
17.11.2014

**Halten** (Kaufen)  
**14,00 EUR** (18,00 EUR)

Schlusskurs 13.11.2014 12,58 EUR  
Bloomberg: EUCA GY WKN: A1K030  
Branche Technologie

### Kursperformance

52 Wochen Hoch	16,39 EUR
52 Wochen Tief	11,45 EUR
Relativ zu Prime All Share	
YTD	-7,1%
1 Monat	1,9%
12 Monate	-17,8%



### Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2014)	127,9
Marktkapital. (Mio. EUR)	90,3
Anzahl der Aktien (Mio.)	7,2
Streubesitz	95,4%

### Nächster Termin

Analystenkonferenz	26.11.2014
--------------------	------------

### Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2014e	2,0%	-15,4%	-10,1%
2015e	0,5%	-16,3%	-13,7%
2016e	-0,2%	-14,4%	-11,6%

### Analyst

Wolfgang Specht, Analyst  
Telefon: +49 (0)211 4952-637  
wolfgang.specht@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Das dritte Quartal lieferte analog zum ersten Halbjahr durchwachsene Ergebnisse, und das Management äußert sich zunehmend verhalten, was die Investitionsneigung der Kunden betrifft. Wir haben unsere Umsatz- und Ergebnisschätzungen mit Blick auf ein abnehmendes Auftragsbuch (-8% yoy) gesenkt. Unsere Anlageempfehlung stufen wir von Kaufen auf Halten herab, und wir reduzieren unser Kursziel von 18 € auf 14 €.

### INVESTMENT CASE

Die seit 2012 durchgeführten Restrukturierungsmaßnahmen führen bislang zu keiner Verbesserung der operativen Ergebnisse (EBITDA ytd. -16%), da die Umsatzentwicklung hinter den Erwartungen zurückbleibt und Margen unter Druck sind. Hierdurch sollte der FCF des Jahres 2014 voraussichtlich wie 2013 nur durch umfangreiches Factoring (BHLe: 30 Mio. €) einen positiven Wert erreichen. Mit Blick auf eine Eintrübung des gesamtwirtschaftlichen Ausblicks in den für euromicron relevanten Märkten sehen wir auch mittelfristig einen schwierigen Wachstumspfad.

### KATALYSATOREN

- Einhaltung der Jahres-Guidance (Umsatz 340-360 Mio. €; EBITDA 20,4-28,8 Mio. €)
- Entwicklung des Auftragsbestandes
- Impulse aus der Vermarktung neuer Endgeräte und Dienstleistungen
- Akquisitionen (erfordern ggf. eine Stärkung des Eigenkapitals)
- Eintritt in neue Ländermärkte
- Preisentwicklung im margenstarken Herstellergeschäft
- Wiederaufnahme der Dividendenzahlung (BHLe 2014: 0,15 € vs. Konsens 0,20 €)

### BEWERTUNG

Wir bewerten euromicron auf Basis einer Gewichtung von DCF-Modell (50%; fairer Wert 14,0 €), SOTP-Modell (20%; fairer Wert 13,5€) und Peer-Vergleich (20%, fairer Wert 14,9 €). Insgesamt ergibt sich ein gerundeter fairer Wert von 14 €.

in Mio. EUR	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz	330,0	329,4	360,7	381,6	400,7
EBIT	17,1	5,5	13,2	18,3	22,3
EBIT-Marge	5,2%	1,7%	3,7%	4,8%	5,6%
Nettofinanzverbind.	75,2	37,9	36,2	31,7	26,5
Freier Cash-flow	-6,5	34,3	0,9	4,6	6,9
EPS (in EUR)	1,29	-0,12	0,86	1,37	1,76
DPS (in EUR)	0,30	0,00	0,10	0,30	0,40
Dividendenrendite	1,7%	0,0%	0,8%	2,4%	3,2%
EV/Umsatz	0,6	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/EBIT	11,6	25,9	9,7	6,7	5,3
Kurs-Gewinn-Verhältnis	14,1	-119,8	14,6	9,2	7,1

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

# Unternehmensporträt

## SWOT

### Stärken/Chancen

- Positionierung in strukturellen Wachstumsmärkten
- Optionen für arrondierende Akquisitionen
- Möglicher Akquisitionskandidat
- Auflösung des Investitionsstaus bei wichtigen Kunden
- Eintritt in neue Regionalmärkte

### MANAGEMENT

- Willibald Späth (CEO)
- Thomas Hoffmann (CTO)

### Schwächen/Risiken

- Vertrauensverlust nach Gewinnwarnungen 2012/2013
- Fallender Auftragsbestand
- Preisdruck im margenstarken Herstellergeschäft
- Ggf. erforderliche Stärkung des Eigenkapitals
- Rückkehr zu Dividendenzahlungen noch offen

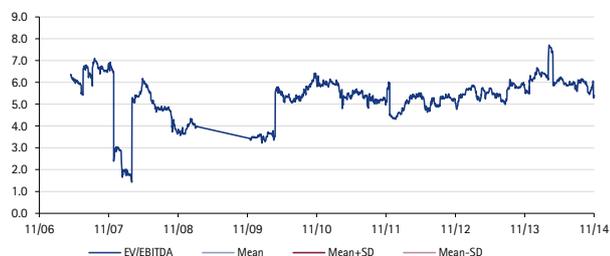
## UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die in Frankfurt ansässige euromicron AG ist ein Anbieter kompletter Infrastrukturlösungen für Kommunikations-, Übertragungs-, Sicherheits- und Datennetze. Die Kompetenz des Unternehmens liegt sowohl in der Herstellung von Komponenten als auch in der Integration und Distribution von Netzwerken. euromicron unterstützt seine Kunden bei Planung, Installation und Wartung und entwickelt, produziert und vermarktet zudem Netzwerkkomponenten für die optische Übertragungstechnik.

## KURZFRISTIGER AUSBLICK

- 2014: Umsatz 340-360 Mio. €; EBITDA-Marge 6-8%

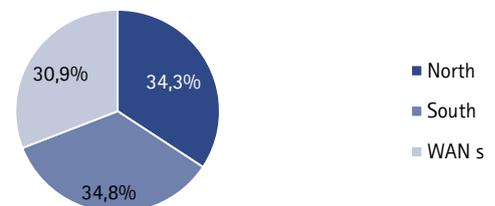
## HISTORISCHES EV/EBITDA



## MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- 2016 Vision: Umsatz 500 Mio. €; EBITDA-Marge 10-13%

## UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



## UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 26.11.2014 Analystenkonferenz

## HAUPTAKTIONÄRE (%)

Universal Investment	4,6
AGI	2,7
FPM	2,7

## BHL VS. KONSENSUS

	2014e	2015e	2016e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	360,7	381,6	400,7
Konsensus	348	370	392
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	13,2	18,3	22,3
Konsensus	12	20	26
EPS (EUR)			
BHL	0,86	1,37	1,76
Konsensus	0,78	1,48	1,99

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

# Investment Case

## Ausblick für die relevanten Märkte trübt sich ein

Die Geschäftszahlen nach neun Monaten bewegen sich unter Berücksichtigung eines traditionell starken Q4 im Rahmen der Zielsetzung für das Gesamtjahr. Allerdings weist das Management zunehmend auf ein schwieriges Umfeld und Investitionszurückhaltung der Kunden hin. Hierbei werden auch Lieferschwierigkeiten in den vom Russland-Ukraine-Konflikt betroffenen Märkten genannt, obwohl diese im Gesamtkonzern nur eine untergeordnete Rolle spielen dürften. Ein abnehmendes Auftragsbuch (-8% yoy auf 130,4 Mio. €) nach fünf Quartalen mit steigenden Werten interpretieren wir jedoch als ein Warnsignal.

## ENTWICKLUNG AUFTRAGSEINGANG UND AUFTRAGSBUCH

	2011	2012	Q1	Q2	Q3	Q4	2013	Q1	Q2	Q3	Q4e	2014e
Auftragseingang	309,2	327,8	82,4	72,4	94,4	78,5	327,7	98,7	65,4	86,4	99,5	350,0
Wachstum AE		6,0%	-5,8%	19,6%	22,8%	-23,7%	0,0%	19,7%	-9,6%	-8,5%	26,8%	6,8%
Orderbuch	127,5	125,2	132,4	127,0	141,1	126,5	126,5	145,1	128,4	130,4	115,8	115,8
Wachstum Orderbuch		-1,8%	-1,5%	3,5%	12,0%	1,0%	1,0%	9,6%	1,1%	-7,6%	-8,4%	-8,4%
Book-to-bill-Ratio	1,0	1,0	1,1	1,0	1,2	0,8	1,0	1,2	0,8	1,0	0,9	1,0

Quelle: Unternehmensangaben, BHL-Schätzungen

## EBITDA-Erwartung unter Guidance-Median

Wir kalkulieren für das Gesamtjahr 2014 mit einem EBITDA von 23,3 Mio. €, einem Wert unterhalb des Guidance-Medians von 24,6 Mio. € (Bandbreite 20,4-28,8 Mio. € auf der Basis einer Umsatzguidance von 340-360 Mio. €). Hierdurch sollte der FCF des Jahres voraussichtlich wie in 2013 nur durch umfangreiches Factoring (BHL 2014: 30 Mio. € vs. 46,3 Mio. € in 2013) einen positiven Wert erreichen (BHL: 1,0 Mio. €). Es besteht daher die Gefahr, dass das Unternehmen trotz eines umfangreichen Restrukturierungsprogrammes in den Jahren 2012-14 (Ziel Senkung Kostenbasis um 10 Mio. €) auf einem niedrigen Profitabilitätsniveau verbleibt.

## Preisdruck im Herstellergeschäft

euromicron weist seine Segmentergebnisse auf regionaler Ebene und nicht nach Produktgruppen aus. Wir glauben jedoch, dass sich in den vergangenen drei Jahren der Preisdruck im Herstellergeschäft (Komponenten wie z. B. Glasfaserverbindungen) deutlich verschärft hat und/oder sich der Absatzmix in Richtung des margenschwächeren Outsourcing/Projektgeschäft verschoben hat). Eine Rückkehr zu den einst zweistelligen EBITDA-Margen erscheint damit derzeit als schwierig.

## EBITDA-ENTWICKLUNG

	2011	Q1	Q2	Q3	Q4	2012	Q1	Q2	Q3	Q4	2013	Q1	Q2	Q3	Q4e	2014e
EBITDA	30,7	7,5	6,2	4,5	6,8	25,0	6,2	7,3	4,6	-3,6	14,4	4,9	5,6	4,7	8,1	23,3
EBITDA-Marge	10,1%	9,3%	8,6%	6,1%	6,6%	7,6%	8,0%	9,6%	5,8%	-3,8%	4,4%	6,1%	6,8%	5,6%	7,1%	6,5%
Wachstum ggü. Vj.		43,9%	6,7%	-43,3%	-41,9%	-18,6%	-17,6%	16,9%	2,1%	-153,5%	-42,5%	-20,9%	-22,4%	1,6%	-322,0%	61,7%
- davon: Nord	21,8	4,9	5,0	3,4	4,5	17,7	4,2	5,3	5,1	-0,4	14,1	4,5	3,9	3,2	4,9	16,4
EBITDA-Marge	18,7%	16,6%	21,0%	13,0%	13,8%	15,9%	15,6%	18,1%	17,9%	-1,4%	12,1%	16,2%	13,2%	11,0%	13,5%	13,4%
- davon: Süd	9,3	2,3	2,2	-0,2	-1,3	2,9	1,5	1,8	-1,1	-3,6	-1,4	0,4	1,4	0,6	2,6	5,0
EBITDA-Marge	6,8%	7,0%	5,8%	-0,9%	-4,0%	2,2%	4,9%	5,7%	-4,0%	-10,2%	-1,1%	1,3%	4,4%	1,9%	6,2%	3,6%
- davon: WAN-Services	5,3	1,6	0,5	3,0	4,9	10,0	1,7	1,6	2,7	2,1	8,1	1,4	2,3	2,1	2,8	8,6
EBITDA-Marge	7,9%	7,4%	3,3%	12,8%	11,5%	9,7%	8,0%	7,8%	10,1%	6,3%	7,9%	5,6%	9,6%	8,4%	7,0%	7,6%
- davon: Zentrale Services / Konsolidierung	-5,7	-1,3	-1,5	-1,6	-1,3	-5,6	-1,2	-1,5	-2,0	-1,7	-6,4	-1,4	-1,9	-1,3	-2,1	-6,7

Quelle: Unternehmensangaben, BHL-Schätzungen

Ein von uns erwarteter Umsatzschub im Zuge des VDSL-Vectoring-Ausbaus mit dem wichtigen Kunden Deutsche Telekom (geschätzter Umsatzanteil ca. 10%) scheint

bisher auszubleiben. Allerdings läuft das Investitionsprogramm noch über mehrere Jahre.

#### M&A erfordert ggf. Stärkung der EK-Komponente

Das Management betont regelmäßig, dass Akquisitionen einen integralen Bestandteil des Geschäftsmodells bildeten und Akquisitionsziele regelmäßig überprüft würden. Im September erwähnte CEO Dr. Willibald Späth, dass seinerzeit Kontakte zu fünf Unternehmen bestünden und mindestens eine Übernahme in einer Größenordnung von 100 Mio. € (wir interpretieren die Aussage als Umsatzgröße des Übernahmeziels) eingeplant sei. Unter der Annahme üblicher Multiples von Herstellerunternehmen von 0,3x – 0,6x ergäbe sich eine Bandbreite für einen Kaufpreis von 30-60 Mio. €. Mit Blick auf zum 30. September bestehenden freien Linien von ca. 24 Mio. € wäre eine Transaktion nur über die Ausweitung von Kreditlinien oder – was wir für wahrscheinlicher halten – eine Kapitalerhöhung zu bewerkstelligen.

#### Schätzungen 2014 ff. gesenkt

Wir haben unsere Ergebnisschätzungen auch für die Folgejahre deutlich nach unten revidiert. Die Markterwartung an eine Dividendenzahlung von 0,20 € für das Geschäftsjahr 2014 halten wir für zu hoch und setzen mit Blick auf einen bestehenden Verlustvortrag in der AG von 5,3 Mio. € nur einen Betrag von 0,10 € an.

#### ANPASSUNGEN UNSERER SCHÄTZUNGEN 2014-2016

Mio. EUR	2014E alt	2014E neu	Veränderung	2015E alt	2015E neu	Veränderung	2016E alt	2016E neu	Veränderung
Umsatz	353,7	360,7	2,0%	379,5	381,6	0,5%	401,4	400,7	-0,2%
EBITDA	24,2	23,3	-3,7%	31,3	29,2	-6,6%	36,7	33,8	-7,8%
EBITDA-Marge	6,8%	6,5%		8,2%	7,7%		9,1%	8,4%	
EBIT	15,6	13,2	-15,4%	21,9	18,3	-16,3%	26,1	22,3	-14,4%
Nettogewinn (nach Mind.)	6,9	6,2	-10,1%	11,4	9,8	-13,7%	14,3	12,6	-11,6%
EPS, berichtet (€)	0,96	0,86	-10,1%	1,59	1,37	-13,7%	1,99	1,76	-11,6%
FCF	0,4	0,9	160,6%	4,9	4,6	-6,1%	8,4	6,9	-17,5%

Quelle: BHL, Konsensus FactSet

# Unternehmensbewertung

Wir haben für die Ermittlung unseres Kursziels eine DCF-Bewertung herangezogen, deren Ergebnis wir mit Bewertungsmultiples von Vergleichsunternehmen abgleichen. Darüber hinaus haben wir eine Sum-of-the-Parts-Bewertung angefertigt, obwohl sich einzelne Bereiche durch den integrierten Geschäftsansatz von euromicron (nach weitgehend erfolgter Integration der zurückliegenden Akquisitionen und Einführung von Querschnittsfunktionen) nur schwer separieren lassen.

## DCF ALS ZENTRALES BEWERTUNGSTOOL

Unser zentrales Bewertungsinstrument ist ein DCF-Modell, welches auf unsere Schätzungen für die operative Entwicklung der einzelnen operativen Einheiten von euromicron aufbaut. Wir haben bei unseren Planungen keine potenziellen Akquisitionen berücksichtigt.

### DCF-MODELL

euromicron AG DCF-Modell (EUR m)	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Ewige Rente
EBIT	13,2	18,3	22,3	22,9	23,5	24,1	24,7	25,3	25,5
EBIT Non-Operating / FD	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT Industrial Business	13,2	18,3	22,3	22,9	23,5	24,1	24,7	25,3	25,5
Steuern	-4,0	-5,5	-6,7	-6,9	-7,0	-7,2	-7,4	-7,6	-7,7
NOPAT	9,2	12,8	15,6	16,0	16,4	16,8	17,3	17,7	17,9
+ Abschreibungen	10,1	10,9	11,5	11,8	12,1	12,4	12,7	13,0	15,4
- Capex	-7,5	-11,5	-13,5	-13,8	-14,2	-14,5	-14,9	-15,3	-15,4
+/- Veränderung des Working Cap.	-8,1	-4,7	-3,8	-3,9	-4,0	-4,1	-4,2	-4,3	-4,3
+/- Andere Cash-wirksame Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Cashflow	3,8	7,5	9,8	10,1	10,3	10,6	10,9	11,1	13,5
Diskontierungsperiode in Jahren	0,1	1,1	2,1	3,1	4,1	5,1	6,1	7,1	8,1
WACC	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%
Barwert	3,7	6,8	8,2	7,7	7,3	6,8	6,4	6,1	86,0

### Berechnung des fairen Kurses pro Aktie

Summe der Barwerte	139
Anteil Ewige Rente	62%
+ Finanzanlagen	1,1
- Minderheiten	-0,4
- Pensionsverbind.	-1,0
- Nettofinanzverbindlichkeiten (Jahresanfang)	-37,9
<b>Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>101</b>

Anzahl der Aktien in Mio. 7,2

**Fairer Wert je Aktie (in €) 14,00**

Quelle: BHL Schätzungen

### WACC Modell

Risikoloser Zins (10-j. Bund)	2,00%
Marktprämie für das EK	10,0%
Beta	1,4
Erw. Rendite auf das EK	16,1%
Fremdkapitalkosten	5,80%
Steuerquote	30,0%
Fremdkapitalkosten nach Steuern	4,06%

## Sensitivitätsanalyse

Beta	###	Wachstumsfaktor Ewige Rente				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
1,0	16,9	18,1	19,5	21,1	23,1	
1,2	14,4	15,3	16,4	17,6	19,0	
1,4	12,4	13,1	14,0	14,9	15,9	
1,6	10,8	11,3	12,0	12,7	13,5	
1,8	9,4	9,8	10,4	10,9	11,6	

## Modell Annahmen

Anfangs-CAGR (ersten 3 Jahre)	59,6%
Mittelfrist-CAGR (Jahre 4-8)	2,5%
Wachstum Ewige Rente	1,0%
EBIT-Marge für Ewige Rente	6,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

DCF liefert fairen Wert von  
14,00 €

Als Ergebnis erhalten wir einen fairen Wert von 14,0 € pro Aktie.

## SUM-OF-THE-PARTS-MODELL

Unser SOTP-Ansatz liefert unter der Annahme von EV/EBITDA-Multiplikatoren in einer Bandbreite von 5,0x–5,8x einen fairen Wert von 13,25 pro Aktie.

Operative Einheiten	Umsatz 2014e	EBITDA 2014e	EV/EBITDA 2014e Multiple	Enterprise Value [€ m]	Wert pro Aktie [€]
Nord	122,0	16,4	5,8	95,1	13,3
Süd	137,1	5,0	5,0	25,0	3,5
WAN services	113,7	8,6	5,6	48,2	6,7
Other	-12,1	-6,7	5,2	-34,9	-4,9
<b>Summe Operatives Geschäft</b>	<b>360,7</b>	<b>23,3</b>		<b>133</b>	<b>18,58</b>

Sonstiges	Ansatz		
Sonstiges	Buchwert 2014		
Nett vermögen	BHLe Buchwert 2014	-36,9	-5,13
Pensionsverbindlichkeiten	BHLe Buchwert 2014	-1,0	-0,14
Minderheiten	BHLe Buchwert 2014	-0,4	-0,05
<b>Summe Sonstiges</b>		<b>-38,28</b>	<b>-5,33</b>
<b>Zwischensumme</b>		<b>95,1</b>	<b>13,25</b>
Anzahl Aktien [Mio. Stück]		7,2	
Holding Discount	0		-
<b>Fairen Wert pro Aktie [€]</b>			<b>13,25</b>

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

## PEER-GROUP-BEWERTUNG

Ein Blick auf Vergleichsunternehmen rundet das Bewertungsbild ab. Wir haben für den "Mischkonzern" euromicron eine Vergleichsgruppe mit Unternehmen zusammengestellt, welche in unterschiedlichen Segmenten agieren. Bechtle ist ein mittelständisches Systemhaus, welches neben dem Schwerpunkt ITK-Dienstleistungen auch als Distributor für TK- und IT-Equipment auftritt. Leoni hat den Geschäftsschwerpunkt in der Herstellung von optischen Kabelsystemen. Der Kundenswerpunkt liegt jedoch anders als bei euromicron in der Automobilindustrie. ADVA ist auf den Bau und die Implementierung von aktiven Netzwerkkomponenten spezialisiert, während der Schwerpunkt von euromicron eher auf passiven Komponenten liegt. QSC ist ein Lösungsanbieter für Unternehmensnetzwerke und bietet darüber hinaus IT- und TK-Dienstleistungen an. Royal Imtech ist ein Hersteller und Service-Provider von Kraftwerks-, Energie- und Daten- bzw. Sicherheitstechnik. Eine Überschneidung mit den Geschäftsfeldern von euromicron ergibt sich überwiegend im Bau und Betrieb von IT- und TK-Infrastrukturen. Huber-Suhner konkurriert ähnlich wie Belden insbeson-

dere bei der Herstellung und Implementierung von optischen Komponenten mit euromicron.

#### PEER-GROUP-ANALYSE (SCHLUSSKURSE VOM 12.11.2014)

euromicron AG	Kurs [in €]	EV/Umsatz 2014e	EV/Umsatz 2015e	EV/EBIT 2014e	EV/EBIT 2015e	KGV 2014e	KGV 2015e	P/FCF 2014e	P/FCF 2015e
<b>Peer Group Analyse</b>									
Bechtle AG	60,28	0,5	0,4	10,5	9,1	16,4	14,6	18,4	17,3
LEONI AG	46,91	0,4	0,4	8,3	6,7	10,9	8,6	51,0	14,9
ADVA AG Optical Networking	3,09	0,3	0,3	14,7	8,1	26,7	16,2		
QSC AG	2,41	0,8	0,7	47,7	24,6	242,4	34,6	12,1	11,3
Royal Imtech N.V.	0,38	0,2	0,2		21,7				2,9
HUBER+SUHNER AG	41,12	1,1	1,0	11,9	10,7	17,4	16,6	34,2	18,7
Belden Inc.	55,47					17,4	14,5	19,5	14,1
<b>Peer Group Median</b>		<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>11,9</b>	<b>9,9</b>	<b>17,4</b>	<b>15,4</b>	<b>19,5</b>	<b>14,5</b>
euromicron AG	12,84	0,4	0,3	9,7	6,8	14,7	9,3	99,3	19,6
Prämie (+) / Abschlag (-) in %		-20%	-18%	-18%	-32%	-16%	-40%	408%	36%
Wert pro Aktie [€]		17,02	16,59	16,61	20,67	15,19	21,38	2,53	9,47
Abschlag/Prämie	0,0%								
<b>Fairer Wert pro Aktie [€]</b>									<b>14,93</b>

Quelle: FactSet, Bankhaus Lampe Research

Im Ergebnis ergibt ein Peer-Group-Vergleich einen fairen Wert je Aktie von knapp 15 €.

Kursziel 14 €

Wir bewerten euromicron auf Basis einer Gewichtung von DCF-Modell (50%; fairer Wert 14,0 €), SOTP (20%; fairer Wert 13,5€) und Peer-Vergleich (20%, fairer Wert 14,9€). Insgesamt ergibt sich ein gerundeter fairer Wert von 14 €.

#### ANPASSUNGEN UNSERER SCHÄTZUNGEN 2014-2016

Mio. EUR	2014E alt	2014E neu	Veränderung	2015E alt	2015E neu	Veränderung	2016E alt	2016E neu	Veränderung
Umsatz	353,7	360,7	2,0%	379,5	381,6	0,5%	401,4	400,7	-0,2%
EBITDA	24,2	23,3	-3,7%	31,3	29,2	-6,6%	36,7	33,8	-7,8%
EBITDA-Marge	6,8%	6,5%		8,2%	7,7%		9,1%	8,4%	
EBIT	15,6	13,2	-15,4%	21,9	18,3	-16,3%	26,1	22,3	-14,4%
Nettogewinn (nach Mind.)	6,9	6,2	-10,1%	11,4	9,8	-13,7%	14,3	12,6	-11,6%
EPS, berichtet (€)	0,96	0,86	-10,1%	1,59	1,37	-13,7%	1,99	1,76	-11,6%
FCF	0,4	0,9	160,6%	4,9	4,6	-6,1%	8,4	6,9	-17,5%

Quelle: Bankhaus Lampe Research Schätzungen

#### BHL-SCHÄTZUNGEN VS. KONSENSUS-ERWARTUNGEN

Mio. EUR	2014E			2015E			2016E		
	BHL	Consensus	delta	BHL	Consensus	delta	BHL	Consensus	delta
Umsatz	361	348	4%	382	370	3%	401	392	2%
EBITDA	23	22	8%	29	29	1%	34	33	1%
EPS (EUR)	0,86	0,78	11%	1,37	1,48	-7%	1,76	1,99	-11%
DPS (EUR)	0,10	0,20	-50%	0,30	0,45	-33%	0,40	0,40	0%
FCF	0,4	0,4	-12%	4,6	4,9	-5%	6,9	7,1	-2%

Quelle: Bankhaus Lampe Research Schätzungen, Konsens FactSet

# Kennzahlen

## euromicron AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz	330,0	329,4	360,7	381,6	400,7
Aktivierte Eigenleistungen/Bestandsänderung	-0,2	4,3	8,5	9,0	9,0
Gesamtumsatz	329,8	333,7	369,2	390,6	409,7
Materialaufwand	-171,0	-176,4	-190,4	-198,4	-205,9
Personalaufwand	-93,6	-99,2	-108,9	-113,7	-118,6
Ungewöhnliche/seltene Vorgänge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-40,2	-43,7	-46,5	-49,2	-51,3
EBITDA	25,0	14,4	23,3	29,2	33,8
Abschreibungen	7,9	8,9	10,1	10,9	11,5
EBITA	17,1	5,5	13,2	18,3	22,3
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	17,1	5,5	13,2	18,3	22,3
Finanzergebnis	-4,9	-3,8	-4,0	-3,6	-3,2
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	12,2	1,7	9,2	14,7	19,1
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	12,2	1,7	9,2	14,7	19,1
Steuern	-3,4	-2,5	-2,7	-4,4	-5,8
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	8,8	-0,8	6,5	10,3	13,3
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	-0,3	-0,1	-0,3	-0,5	-0,7
Nettogewinn (ber.)	8,6	-0,9	6,2	9,8	12,6
Anzahl der Aktien	6,7	7,2	7,2	7,2	7,2
EPS	1,29	-0,12	0,86	1,37	1,76

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Bruttomarge	48,2%	46,4%	47,2%	48,0%	48,6%
EBITDA-Marge	7,6%	4,4%	6,5%	7,7%	8,4%
EBITA-Marge	5,2%	1,7%	3,7%	4,8%	5,6%
EBIT-Marge	5,2%	1,7%	3,7%	4,8%	5,6%
EBT-Marge	3,7%	0,5%	2,5%	3,9%	4,8%
Nettoumsatzrendite	2,6%	-0,3%	1,7%	2,6%	3,2%
Steuerquote	27,8%	144,7%	29,4%	29,9%	30,3%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz	8,1%	-0,2%	9,5%	5,8%	5,0%
EBITDA	-18,7%	-42,5%	61,7%	25,5%	15,8%
EBIT	-29,5%	-67,8%	>100%	38,9%	21,9%
EBT	-31,5%	-86,1%	>100%	60,3%	30,0%
Nettogewinn (ber.)	-29,9%	---	---	58,8%	28,7%
EPS	-44,8%	---	---	58,8%	28,7%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

## euromicron AG – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Langfristige Vermögensgegenstände	146,5	155,1	152,8	153,6	155,8
Sachanlagen	16,3	14,5	11,9	12,5	14,5
Immaterielle Vermögenswerte	127,4	137,2	137,2	137,2	137,2
Finanzielle Vermögenswerte	0,7	1,0	1,1	1,1	1,2
sonstige langfristige Vermögenswerte	2,1	2,4	2,6	2,8	2,9
Kurzfristige Vermögensgegenstände	137,4	173,8	182,2	153,9	165,7
Vorräte	27,5	28,0	29,6	31,4	32,9
Forderungen aus Lieferung und Leistung	96,8	98,4	84,5	89,4	93,9
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	7,7	8,6	9,5	10,0	10,5
Wertpapiere	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flüssige Mittel	5,4	38,8	58,6	23,1	28,4
Summe Aktiva	283,9	328,9	335,0	307,5	321,5
Passiva in Mio. EUR					
Eigenkapital	119,0	122,6	128,8	137,9	148,4
Eigenkapital (vor Dritten)	118,5	122,2	128,4	137,5	148,0
Minderheitenanteile	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Langfristiges Fremdkapital	57,6	53,4	34,5	35,2	35,8
Rückstellungen für Pensionen	1,0	0,9	1,0	1,1	1,2
Sonstige Rückstellungen	1,2	1,8	1,9	2,1	2,2
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	47,8	42,0	22,0	22,0	22,0
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	7,7	8,7	9,5	10,0	10,5
Kurzfristiges Fremdkapital	107,2	152,9	171,8	134,4	137,3
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	32,8	34,7	72,8	32,8	32,8
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	2,1	2,3	2,5	2,7	2,8
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	42,9	54,6	49,4	49,1	49,4
Sonstige Verbindlichkeiten	29,4	61,2	47,0	49,7	52,2
Summe Passiva	283,9	328,9	335,0	307,5	321,5

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

## euromicron AG – Bilanzstruktur

Aktiva	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Langfristige Vermögensgegenstände	51,6%	47,2%	45,6%	50,0%	48,5%
Sachanlagen	5,7%	4,4%	3,5%	4,1%	4,5%
Immaterielle Vermögenswerte	44,9%	41,7%	41,0%	44,6%	42,7%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	48,4%	52,8%	54,4%	50,0%	51,5%
Vorräte	9,7%	8,5%	8,8%	10,2%	10,2%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	34,1%	29,9%	25,2%	29,1%	29,2%
Flüssige Mittel	1,9%	11,8%	17,5%	7,5%	8,8%
Passiva					
Eigenkapital	41,9%	37,3%	38,4%	44,8%	46,2%
Langfristiges Fremdkapital	20,3%	16,2%	10,3%	11,4%	11,2%
Rückstellungen für Pensionen	0,3%	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	16,8%	12,8%	6,6%	7,2%	6,8%
Kurzfristiges Fremdkapital	37,8%	46,5%	51,3%	43,7%	42,7%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	11,6%	10,6%	21,7%	10,7%	10,2%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	15,1%	16,6%	14,7%	16,0%	15,4%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

## euromicron AG – Kapitalflussrechnung

in Mio. EUR	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Nettogewinn (ber.)	8,6	-0,9	6,2	9,8	12,6
Abschreibungen	7,9	8,9	10,1	10,9	11,5
Abschreibungen auf Firmenwerte & Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Rückstellungen	1,8	0,8	0,5	0,3	0,3
Sonstiges	-3,1	-10,0	-0,2	-0,1	-0,2
<b>Operativer Cash-flow (vor W/C-Änderung)</b>	<b>15,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>16,6</b>	<b>20,9</b>	<b>24,3</b>
Änderung der Vorräte	-2,4	-0,5	-1,7	-1,7	-1,6
Änderung der Forderungen aus LuL	-8,7	-1,6	13,9	-4,9	-4,5
Änderung der Verbindlichkeiten aus LuL	11,3	11,8	-5,2	-0,3	0,3
Änderung des sonstigen Working Capitals	-8,5	30,8	-15,0	2,2	2,0
<b>Operativer Cash-flow</b>	<b>6,8</b>	<b>39,4</b>	<b>8,5</b>	<b>16,2</b>	<b>20,5</b>
Auszahlungen für Investitionen (Capex)	-10,8	-6,4	-7,5	-11,5	-13,5
Auszahlungen für Akquisitionen	-2,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen	0,0	0,5	-0,1	-0,1	-0,1
Ergebnis aus Anlageabgängen	0,1	0,8	0,0	0,0	0,0
Einnahmen aus Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash-flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-13,3</b>	<b>-5,1</b>	<b>-7,6</b>	<b>-11,6</b>	<b>-13,6</b>
<b>Freier Cash-flow</b>	<b>-6,5</b>	<b>34,3</b>	<b>0,9</b>	<b>4,6</b>	<b>6,9</b>
Kapitalmaßnahmen	0,0	6,7	0,0	0,0	0,0
Veränderung von Finanzverbindlichkeiten	12,2	-5,4	18,1	-40,0	0,0
Erwerb von eigenen Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiger Finanzierungs-Cash-flow	0,0	-0,2	0,8	0,5	0,5
Dividendenzahlungen	-7,7	-2,0	0,0	-0,7	-2,2
<b>Cash-flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>4,5</b>	<b>-0,9</b>	<b>18,9</b>	<b>-40,2</b>	<b>-1,7</b>
Zunahme/ Abnahme der liquiden Mittel	-1,9	33,4	19,9	-35,5	5,3
Auswirkungen von Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel zum Periodenbeginn	7,3	5,4	38,8	58,6	23,1
Veränderung der liquiden Mittel insgesamt	-1,9	33,4	19,9	-35,5	5,3
<b>Liquide Mittel zum Periodenende</b>	<b>5,4</b>	<b>38,8</b>	<b>58,6</b>	<b>23,1</b>	<b>28,4</b>

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

## euromicron AG – Kennzahlen

	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Ergebniskennzahlen</b>					
EPS	1,29	-0,12	0,86	1,37	1,76
Buchwert je Aktie	17,86	17,08	17,94	19,21	20,67
Freier Cash-flow je Aktie	-0,97	4,78	0,13	0,65	0,97
Dividende je Aktie	0,30	0,00	0,10	0,30	0,40
<b>Bewertungskennzahlen</b>					
EV/Umsatz	0,6	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA	7,9	9,9	5,5	4,2	3,5
EV/EBIT	11,6	25,9	9,7	6,7	5,3
Kurs-Gewinn-Verhältnis	14,1	-119,8	14,6	9,2	7,1
Kurs-Buchwert-Verhältnis	1,0	0,8	0,7	0,7	0,6
Dividendenrendite	1,7%	0,0%	0,8%	2,4%	3,2%
<b>Rentabilitätskennzahlen</b>					
EBITDA-Marge	7,6%	4,4%	6,5%	7,7%	8,4%
EBIT-Marge	5,2%	1,7%	3,7%	4,8%	5,6%
Nettoumsatzrendite	2,6%	-0,3%	1,7%	2,6%	3,2%
Return on capital employed (ROCE)	8,5%	2,7%	5,9%	9,5%	10,9%
<b>Produktivitätskennzahlen</b>					
Kapitalumschlag	69,1%	68,8%	60,3%	59,0%	58,2%
Operating Leverage	0,3	0,7	-1,4	-0,4	-0,2
Umsatz/Mitarbeiter	194.250	189.202	201.374	207.254	211.886
EBIT/Mitarbeiter	10.054	3.159	7.363	9.952	11.815
Anzahl der Mitarbeiter (in Tsd.)	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9
<b>Finanzkennzahlen</b>					
Eigenkapitalquote	41,9%	37,3%	38,4%	44,8%	46,2%
Nettofinanzverbind. (in Mio. EUR)	75,2	37,9	36,2	31,7	26,5
Nettofinanzverbind./ Eigenkapital	63,2%	30,9%	28,1%	23,0%	17,8%
Zinsdeckung	3,8	1,4	3,3	5,1	7,0
Nettofinanzverbind./ EBITDA	3,01	2,63	1,55	1,09	0,78
Working Capital (in Mio. EUR)	81,4	71,7	64,7	71,6	77,4
Veränderung Working Capital (in Mio. EUR)	-0,1	-9,7	-7,0	6,9	5,8
WC / Umsatz	24,7%	21,8%	17,9%	18,8%	19,3%
Lagerdauer (Tage)	30	30	30	30	30
Inkassoperiode (Tage)	107	107	86	86	86
Zahlungsziel Lieferanten (Tage)	47	47	50	47	45
Geldumschlag (Tage)	90	90	66	69	71
Invest. in Sachanlagen / Abschreibungen	136,4%	71,8%	74,3%	105,5%	117,4%
<b>Sonstige Kennzahlen</b>					
CAGR Umsatz (letzte 3 Jahre)	22,5%	17,4%	5,7%	5,0%	6,7%
CAGR EBIT (letzte 3 Jahre)	1,4%	-35,1%	-18,3%	2,4%	59,6%
CAGR Konzernergebnis (letzte 3 Jahre)	-4,3%	-142,2%	-20,3%	4,7%	-345,0%
Ausschüttungsquote	23,3%	0,0%	11,6%	21,9%	22,7%
Freier Cash-flow (in Mio. EUR)	-6,5	34,3	0,9	4,6	6,9
Free Cash-flow-Rendite	-5,4%	33,3%	1,0%	5,1%	7,7%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

# Disclaimer

## Erklärung des/r Analysten

Der jeweilige Research-Analyst, dessen Name auf dem Deckblatt dieses Research-Reports zu finden ist, versichert, dass (a) alle in diesem Research-Report zum Ausdruck gebrachten Ansichten seine persönliche Meinung zu den in diesem Research-Report erwähnten Wertpapieren und Unternehmen widerspiegeln und dass (b) seine Vergütung weder ganz noch teilweise jetzt oder in der Vergangenheit oder in der Zukunft direkt oder indirekt mit der/n in diesem Research-Report zum Ausdruck gebrachten spezifischen Empfehlung/en in Zusammenhang steht.

## Bewertungssystem

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während eines Zeitraums von zwölf Monaten. Innerhalb dieses allgemeinen Rahmens bedeutet die Einstufung „Kauf“, dass die erwartete Wertentwicklung mindestens 10% ist. „Halten“ bedeutet eine Kursbewegung in einer Bandbreite von 0% bis 10%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist.

## Erklärung des Bewertungssystems

Sofern nicht anders angegeben beruhen genannte Kursziele entweder auf einer Discounted-Cash-flow-Bewertung oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die der jeweilige Analyst für vergleichbar erachtet, oder auf einer Kombination dieser beiden Analysen. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird vom Analysten unter Berücksichtigung der möglichen Entwicklung des Börsenklimas angepasst.

Übersicht über Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: euromicron AG (EUCA GY), Schlusskurs (13.11.2014): 12,58 EUR, Analyst: Wolfgang Specht (Analyst).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
06.12.2013	14,57 EUR	Kaufen	18,00 EUR

Die Verteilung der Anlageempfehlungen in unserem Anlageuniversum stellt sich gegenwärtig wie folgt dar (01.10.2014):

Anlageurteil	Basis: alle analysierten Werte	Basis: Werte mit Investmentbankingbeziehungen
Kaufen	57,4%	50,0%
Halten	30,1%	50,0%
Verkaufen	12,5%	0,0%
Unter Beobachtung	0,0%	0,0%

### Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten

Die von der Bankhaus Lampe KG im Rahmen ihres Interessenkonflikt-Managements zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten ergriffenen Maßnahmen basieren u. a. auf der funktionalen Trennung sensibler Geschäftsbereiche, der Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen durch Errichtung von Informationsbarrieren, der Schaffung organisatorischer Regelungen hinsichtlich der Behandlung von vertraulichen und sensiblen Informationen innerhalb und außerhalb der Vertraulichkeitsbereiche und der Überwachung und Beschränkung eigener Wertpapiergeschäfte für Mitarbeiter in sensiblen Bereichen der Bankhaus Lampe KG. Interessenkonflikte, die sich trotz der getroffenen Maßnahmen nicht vermeiden lassen sollten, werden offen gelegt. Die Einhaltung der internen und organisatorischen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten wird durch die unabhängige Compliance-Stelle überwacht.

### Interessenkonflikte

Es gelten die zum Ende des der Veröffentlichung dieses Research-Reports vorausgehenden Monats offen gelegten potenziellen Interessenkonflikte, die sich aus den Beziehungen zwischen der Bankhaus Lampe KG, ihren Niederlassungen oder Tochtergesellschaften und den folgenden in dieser Studie genannten Unternehmen ergeben können (die Aktualisierung dieser Informationen kann bis zu zehn Tage ab Monatsende in Anspruch nehmen).

Mögliche Interessenkonflikte können mit folgenden, in diesem Research-Report genannten Gesellschaften existieren:

Gesellschaft	Disclosure
euromicron AG	---

Zuständige Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28 , D-60439 Frankfurt

## Haftungserklärung

Die Angaben in dieser Studie basieren auf öffentlichen Informationsquellen, die der Verfasser bzw. die Verfasser als zuverlässig erachtet / erachten. Weder die Bankhaus Lampe KG noch ihre verbundenen Unternehmen noch die gesetzlichen Vertreter, Aufsichtsratsmitglieder und Mitarbeiter dieser Unternehmen können jedoch eine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben, deren Vollständigkeit und Genauigkeit übernehmen. Alle in dieser Studie geäußerten Meinungen und Bewertungen geben allein die Einschätzung desjenigen Verfassers / derjenigen Verfasser, der / die diese Studie erstellt hat / haben, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder, die nicht notwendigerweise den Meinungen und Bewertungen anderer Geschäftsbereiche der Bankhaus Lampe KG oder ihrer verbundenen Unternehmen entsprechen. Alle Meinungen und Bewertungen können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Sie können auch von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Bankhaus Lampe KG veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden.

Diese Studie richtet sich an institutionelle Anleger mit Geschäftssitz in der Europäischen Union sowie der Schweiz und Liechtenstein, denen die Bank sie willentlich zur Verfügung gestellt hat. Die Inhalte dienen ausschließlich Informationszwecken und sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten zu verstehen. Private Anleger, die von dem Inhalt dieser Studie Kenntnis erhalten, sollten vor einer konkreten Anlageentscheidung mit dem Anlageberater ihrer Bank klären, ob eine in dieser Studie enthaltene Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung für sie im Hinblick auf ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse geeignet ist. Möglicherweise teilt der Berater auch die hierin mitgeteilten Einschätzungen zu den Finanzinstrumenten oder deren Emittenten nicht.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Ihnen wird empfohlen, mit den Stellen ihres Landes, die für die Überwachung von Finanzinstrumenten und von Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, zuständig sind, Kontakt aufzunehmen, um in Erfahrung zu bringen, ob Erwerbsbeschränkungen bezüglich der Finanzinstrumente, auf die sich diese Studie bezieht, für sie bestehen. Diese Studie darf weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise, außer im Falle der vorherigen schriftlichen Genehmigung durch die Bankhaus Lampe KG.

## Zusätzliche Informationen für Kunden in Großbritannien

In Großbritannien werden Publikationen über die Lampe Capital UK (Services) Limited, 2 Savile Row, London W1S 3PA verbreitet. Diese Studie richtet sich ausschließlich an Personen, die professionelle Investoren im Sinne von Artikel 19 des britischen Finanzdienstleistungs- und Kapitalmarktgesetzes „Financial Services and Markets Act 2000“ (Financial Promotions) i. d. F. von 2005 sind, und die Anlage oder Anlagetätigkeit, auf die sich diese Studie bezieht, wird nur solchen Personen zur Verfügung gestellt bzw. nur von solchen Personen betrieben. Personen, die keine professionelle Erfahrung in Kapitalanlagen haben, sollten sich nicht auf den Inhalt dieser Studie verlassen.

## Zusätzliche Informationen für Kunden in den Vereinigten Staaten

Dieser Research-Report wurde von der Bankhaus Lampe KG, einer deutschen Universalbank, erstellt und genehmigt. Die Bankhaus Lampe KG ist in den Vereinigten Staaten nicht als Broker/Dealer registriert und unterliegt damit nicht den US-amerikanischen Vorschriften zur Erstellung von Research-Reports und zur Unabhängigkeit von Research-Analysten. Dieser Research-Report wird in den Vereinigten Staaten ausschließlich großen US-amerikanischen institutionellen Investoren („major U.S. institutional investors“) gemäß der Vorschrift über die Befreiung von der Registrierungspflicht nach Rule 15a-6 des US-Wertpapiergesetzes „U.S. Securities Exchange Act“ von 1934 in seiner geltenden Fassung zur Verfügung gestellt. Empfänger dieses Research-Reports, die beabsichtigen, aufgrund der in diesem Research-Report enthaltenen Informationen Wertpapiere oder darauf bezogene Finanzinstrumente zu kaufen oder verkaufen, dürfen diese Geschäfte ausschließlich über die International KBR Finance LLC, IKBR abwickeln. Die International KBR Finance LLC, IKBR ist schriftlich oder telefonisch erreichbar unter: International KBR Finance LLC, IKBR, 712 Fifth Avenue, 28th floor, New York, NY 10019, Tel.: +1-212-218 7410. Die International KBR Finance LLC, IKBR ist keine Tochtergesellschaft der Bankhaus Lampe KG. Unter keinen Umständen dürfen Empfänger dieses Research-Reports den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder darauf bezogenen Finanzinstrumenten über die Bankhaus Lampe KG abwickeln.

Für die Erstellung dieser Studie ist die Bankhaus Lampe KG, Jägerhofstraße 10, 40479 Düsseldorf verantwortlich.

Weitere Auskünfte erteilt die Bankhaus Lampe KG.

17. November 2014

# Kontakte

## HEAD OF FINANCIAL MARKETS

---

**Leonhard Uphues**  
 + 49 (0)211 4952-285  
 leonhard.uphues@bankhaus-lampe.de

## HEAD OF EQUITY

---

**Ralf Menzel**  
 + 49 (0)211 4952-282  
 ralf.menzel@bankhaus-lampe.de

## EQUITY SALES

---

**Ulrich Klingmüller**  
 + 49 (0)211 4952-784  
 ulrich.klingmueller@bankhaus-lampe.de

**Frank Albrecht**  
 + 49 (0)211 4952-830  
 frank.albrecht@bankhaus-lampe.de

**Justin Barnebeck**  
 + 49 (0)211 4952-753  
 justin.barnebeck@bankhaus-lampe.de

**André Gollmer**  
 + 49 (0)211 4952-751  
 andre.gollmer@bankhaus-lampe.de

**Frank Habbig**  
 + 49 (0)211 4952-868  
 frank.habbig@bankhaus-lampe.de

**Peter Lohren**  
 + 49 (0)211 4952-782  
 peter.lohren@bankhaus-lampe.de

**Guido Rohlfing**  
 + 49 (0)211 4952-832  
 guido.rohlfing@bankhaus-lampe.de

**Brigitte Vigener**  
 + 49 (0)211 4952-834  
 brigitte.vigener@bankhaus-lampe.de

## EQUITY SALES IN GB

---

**Yusuf Bilgic (London)**  
 + 44 (0)203 405 4318  
 yb@lampe-capital.com

**Charlotte Craigie (London)**  
 + 44 (0)203 405 3299  
 cc@lampe-capital.com

**Mary Foster (London)**  
 + 44 (0)203 405 1039  
 mf@lampe-capital.com

## EQUITY SALES-TRADING

---

**Nils Carstens**  
 + 49 (0)211 4952-758  
 nils.carstens@bankhaus-lampe.de

**Nils Christoph Becker**  
 + 49 (0)211 4952-869  
 nils.christoph.becker@bankhaus-lampe.de

**Matthias Rolke**  
 + 49 (0)211 4952-755  
 matthias.rolke@bankhaus-lampe.de

## EQUITY SALES-TRADING IN GB

---

**John Blackley (London)**  
 + 44 (0)203 405 3298  
 jb@lampe-capital.com

**Christopher Ford**  
 +44 (0)203 405 1038  
 cf@lampe-capital.com

**INTERNATIONAL KBR FINANCE LLC  
 CHAPERONE OF BANKHAUS LAMPE KG  
 IN THE US**

## EQUITY SALES IN US

---

**Jörg Hagenbuch (IKBR, New York)**  
 +1 212 218 7411  
 jh@ikbrfinance.com

**Bill Dixon (IKBR, New York)**  
 +1 212 218 7414  
 bd@ikbrfinance.com

**Quinn Raftery (IKBR, New York)**  
 +1 212 218 7413  
 qr@ikbrfinance.com

## EQUITY SALES-TRADING IN US

---

**Kim Last (IKBR, New York)**  
 +1 212 218 7412  
 kl@ikbrfinance.com

**Per Hallgren (IKBR, New York)**  
 +1 212 218 7415  
 ph@ikbrfinance.com

**RESEARCH**

---

**Christoph Schlienkamp,**  
Investmentanalyst DVFA  
+ 49 (0)211 4952-311  
christoph.schlienkamp@bankhaus-lampe.de

**Heiko Feber, Analyst**  
+ 49 (0)211 4952-413  
heiko.feber@bankhaus-lampe.de

**Marc Gabriel, CIIA, CEFA**  
+ 49 (0)211 4952-313  
marc.gabriel@bankhaus-lampe.de

**Dr. Karsten Iltgen, Analyst**  
+ 49 (0)211 4952-351  
karsten.iltgen@bankhaus-lampe.de

**Dr. Georg Kanders, Analyst**  
+ 49 (0)211 4952-718  
georg.kanders@bankhaus-lampe.de

**Christian Ludwig, CFA**  
+ 49 (0)211 4952-126  
christian.ludwig@bankhaus-lampe.de

**Andreas Schäfer, CFA**  
+ 49 (0)211 4952-819  
andreas.schaefer@bankhaus-lampe.de

**Alexandra Schlegel, Analyst**  
+ 49 (0)211 4952-328  
alexandra.schlegel@bankhaus-lampe.de

**Gordon Schönell, CIIA, CEFA**  
+ 49 (0)211 4952-455  
gordon.schoenell@bankhaus-lampe.de

**Neil Smith, ACA**  
+ 49 (0)211 4952-478  
neil.smith@bankhaus-lampe.de

**Wolfgang Specht, Analyst**  
+ 49 (0)211 4952-637  
wolfgang.specht@bankhaus-lampe.de

**EQUITY STRATEGY**

---

**Dr. Ralf Zimmermann**  
+ 49 (0)211 4952-841  
ralf.zimmermann@bankhaus-lampe.de

**ECONOMIC RESEARCH**

---

  
**Dr. Alexander Krüger**  
+ 49 (0)211 4952-187  
alexander.krueger@bankhaus-lampe.de

**Dr. Ulrike Rondorf**  
+ 49 (0)211 4952-401  
ulrike.rondorf@bankhaus-lampe.de

**RESEARCH & SALES SUPPORT**

---

**Claus Kampermann**  
+ 49 (0)211 4952-476  
claus.kampermann@bankhaus-lampe.de

**Stephanie Berghaeuser**  
+ 49 (0)211 4952-678  
stephanie.berghaeuser@bankhaus-lampe.de

**Nadine Goertz Campbell**  
+ 49 (0)211 4952-104  
nadine.goertz@bankhaus-lampe.de

**Nicole Juskowiak**  
+ 49 (0)211 4952-607  
nicole.juskowiak@bankhaus-lampe.de

**Ian Pulham**  
+ 49 (0)211 4952-713  
ian.pulham@bankhaus-lampe.de

**Nicole Reckin**  
+ 49 (0)211 4952-128  
nicole.reckin@bankhaus-lampe.de

**Elke Röhling-Kampmann**  
+ 49 (0)211 4952-635  
elke.roehling-kampmann@bankhaus-lampe.de

**Claudia Stein**  
+ 49 (0)211 4952-103  
claudia.stein@bankhaus-lampe.de

**Bankhaus Lampe Research**  
Jägerhofstraße 10  
D - 40479 Düsseldorf  
research@bankhaus-lampe.de  
☎ + 49 (0)211 4952-242  
📠 + 49 (0)211 4952-494