



Researchstudie (Update)

euromicron

Umsatz- und Ergebnisverbesserung

-

Positive Effekte der Reorganisation werden verstärkt sichtbar

-

Deutliches organisches Wachstum in 2017 erwartet

Kursziel: 10,50 € (bislang: 10,50 €)

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 12

euromicron AG^{*5a,5b,7,11}

Rating: KAUFEN
Kursziel: 10,50 €

Aktueller Kurs: 8,37
31.08.2017 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1K0300
WKN: A1K030
Börsenkürzel: EUCA

Aktienanzahl³: 7,176

Marketcap³: 60,06
Enterprise Value³: 158,63
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 100,00 %

Transparenzlevel:
Prime Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
EQUINET BANK AG

Analysten:

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 13

Unternehmensprofil

Branche: Technologie

Fokus: Digitalisierung von Infrastrukturen und Vernetzung von IT-Strukturen

Mitarbeiter: 1.816

Gründung: 1998

Firmensitz: Frankfurt am Main

Vorstand: Bettina Meyer, Jürgen Hansjosten



Die euromicron Gruppe vereint mittelständische Hightech-Unternehmen aus den Bereichen „Digitalisierte Gebäude“, „Industrie 4.0“ und „Kritische Infrastrukturen“. Als deutscher Spezialist für digitalisierte Infrastrukturen versetzt euromicron ihre Kunden in die Lage, Geschäfts- und Produktionsprozesse zu vernetzen und damit erfolgreich den Weg in die digitale Zukunft zu beschreiten. Beginnend von der Konzeption und Implementierung über den Betrieb bis hin zu intelligenten Serviceleistungen liefern die Unternehmen der euromicron Gruppe ihren Kunden maßgeschneiderte Lösungen für Technologien, Systemintegration und Smart Services und sorgen für die hierfür notwendigen IT-, Netzwerk- und Sicherheitsinfrastrukturen. Das Unternehmen ist in der Lage, auch vorhandene Kunden-Infrastrukturen sukzessiv in das digitale Zeitalter zu übertragen/transformieren. Durch diese Kompetenz hilft die euromicron Gruppe ihren Kunden dabei, Flexibilität und Effizienz im eigenen Unternehmen zu steigern, sowie mit der Entwicklung neuer Geschäftsmodelle den Grundstein für den Unternehmenserfolg von morgen zu legen.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017e	31.12.2018e
Umsatz	344,89	325,31	335,00	353,77
EBITDA	6,92	7,39	12,61	19,59
EBIT	-8,65	-2,26	4,11	10,84
Konzernjahresergebnis	-13,25	-12,66	-0,82	4,01

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-1,85	-1,76	-0,12	0,56
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,46	0,49	0,47	0,45
EV/EBITDA	22,92	21,47	12,58	8,10
EV/EBIT	-18,34	-70,19	38,60	14,63
KGV	-4,53	-4,74	-73,24	14,98
KBV		0,73		

Finanztermine

10.08.2017: Veröffentlichung HJ-Bericht
09.11.2017: Veröffentlichung 9M-Bericht
13.12.2017: 24. MKK

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
09.05.2017: RS / 10,50 / KAUFEN
19.08.2016: RS / 10,50 / KAUFEN
16.08.2016: RS / 10,50 / KAUFEN
11.04.2016: RS / 12,10 / KAUFEN
04.04.2016: RS / 12,10 / KAUFEN
16.10.2015: RS / 15,50 / 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 1. HJ 2017 erzielte die euromicron AG Umsatzerlöse in Höhe von 153,64 Mio. € und damit rund 10,0% mehr als im Vorjahr, wobei alle Geschäftsfelder zu diesem Anstieg beigetragen haben. Das höchste absolute Umsatzwachstum wurde hierbei im Bereich „Intelligente Gebäudetechnik“ erzielt. Dieses Segment konnte seine Umsatzerlöse im Vergleich zum Vorjahr um 8,12 Mio. € auf 88,62 Mio. € (+10,2%) steigern. Hauptursächlich hierfür war die verbesserte Umsatzentwicklung der euromicron Deutschland GmbH und der ELABO GmbH.
- Die positive Umsatzentwicklung schlug sich auch in den Ergebniskennzahlen nieder. So lag das ausgewiesene EBITDA bei -0,88 Mio. € nach -3,46 Mio. € im Vorjahr. Vor allem das Segment „Intelligente Gebäudetechnik“ war für diese deutliche Ergebnisverbesserung verantwortlich. Darüber hinaus wurde das Ergebnis durch Reorganisationskosten in Höhe von 1,53 Mio. € (VJ: 1,77 Mio. €) gemindert. Bereinigt um Sondereffekte aus Restrukturierungsmaßnahmen lag das operative EBITDA bei 0,65 Mio. €, nach -1,69 Mio. € im Vorjahr.
- Hervorzuheben ist, dass die vom Management angekündigten Maßnahmen zur Steigerung der Rentabilität umgesetzt wurden und sich zunehmend im Ergebnis niederschlagen. Die im Geschäftsjahr 2015 eingeleitete Neuausrichtung des Konzerns wurde in 2016 im Wesentlichen abgeschlossen. Somit erwarten wir für das GJ 2017 deutlich geringere Ergebnisbelastungen durch Reorganisationsmaßnahmen.
- Für das GJ 2017 erwarten wir einen Umsatz- und Ergebnisverbesserung. Während wir umsatzseitig von 335,00 Mio. € ausgehen, maßgeblich vom Segment „Kritische Infrastrukturen“ getragen, erwarten wir ein EBITDA in Höhe von 12,61 Mio. €. Hier sind nochmals Sonderaufwendungen in Höhe von 2,5 Mio. € im Zusammenhang mit der Reorganisation des Konzerns enthalten. Bereinigt sollte das operative EBITDA (korrigiert um Reorganisationseffekte) somit bei 15,1 Mio. € liegen, was einer operativen EBITDA-Marge von 4,5% gleichkommt. Für das Folgejahr 2018 rechnen wir mit keinen Sonderaufwendungen mehr, was zu einer Verbesserung des EBITDA auf 19,6 Mio. führen sollte. Hierdurch sollte eine EBITDA-Marge von 5,5% erzielt werden können.
- **Vor dem Hintergrund unserer bestätigten Prognosen für die GJ 2017 und 2018 haben wir unser Kursziel für die euromicron AG unverändert belassen. Der faire Wert auf der Grundlage unseres DCF-Modells beträgt 10,50 € (zuvor: 10,50 €). Angesichts des aktuellen Kursniveaus ergibt sich daraus unverändert das Rating KAUFEN. Auf Basis der bisherigen Reorganisationserfolge, der noch vorhandenen Effizienzsteigerungspotenziale und Synergiepotenziale, sowie dem weiteren Geschäftsausbau in Richtung des Wachstumsmarktes „IoT“, sollten langfristig deutlich höhere Margen als bisher erreicht werden können. Zumal das Unternehmen es in der Vergangenheit bewiesen hat, dass man hierzu in der Lage ist. In Anbetracht dessen erscheint uns die Aktie der euromicron AG als günstig bewertet.**

INHALTSVERZEICHNIS

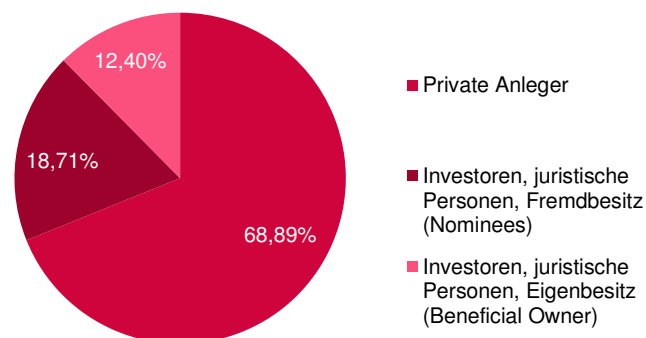
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Gruppenübersicht	4
Geschäftsentwicklung 1. HJ 2017	5
Umsatzentwicklung	5
Ergebnisentwicklung	6
Prognose und Modellannahmen	8
Umsatzprognosen	8
Ergebnisprognosen	9
Bewertung	10
Modellannahmen	10
Bestimmung der Kapitalkosten	10
Bewertungsergebnis	10
DCF-Modell	11
Anhang	12

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

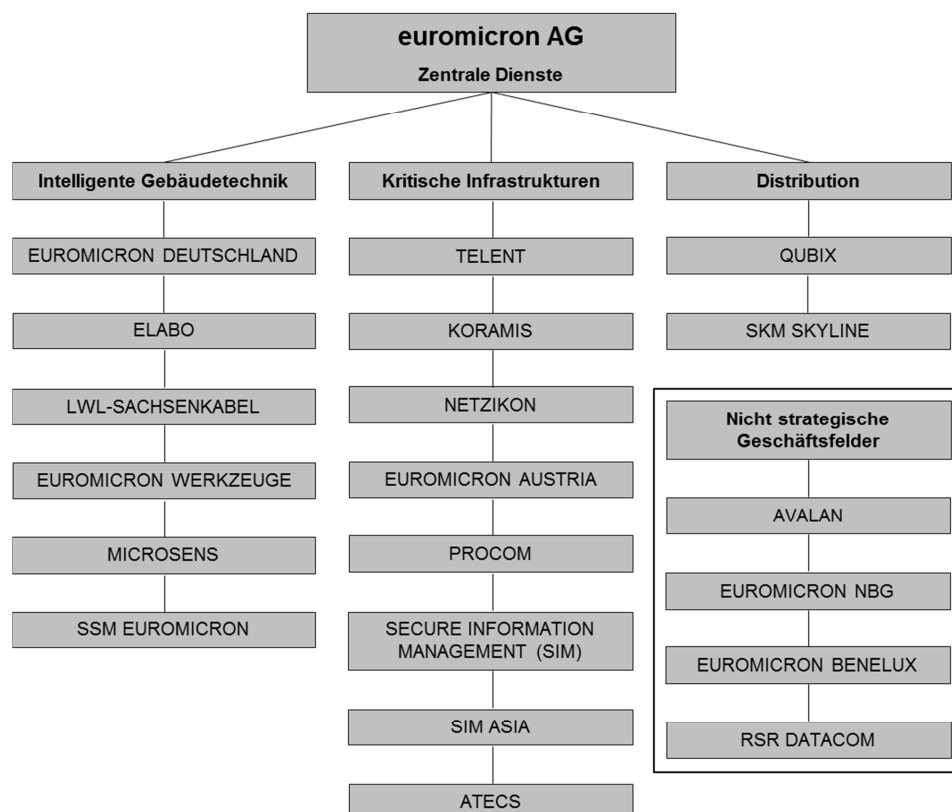
Anteilseigner in %	30.06.2017
Private Anleger	68,89%
Investoren, juristische Personen, Fremdbesitz (Nominees)	18,71%
Investoren, juristische Personen, Eigenbesitz (Beneficial Owner)	12,40%
Summe	100,00%

Quelle: euromicron AG; GBC AG



Gruppenübersicht

Die euromicron-Gruppe adressiert mit ihren Tochtergesellschaften die Zielmärkte „Digitale Gebäude“, „Industrie 4.0“ und „Kritische Infrastrukturen“. Dabei ist der Konzern in die drei Segmente „Intelligente Gebäudetechnik“, „Kritische Infrastrukturen“ und „Distribution“ untergliedert, über welche die Zielmärkte adressiert werden. Die beiden großen Systemhäuser euromicron Deutschland im Segment „Intelligente Gebäudetechnik“ und telent im Segment „Kritische Infrastrukturen“ werden dabei durch verschiedene Technologieunternehmen ergänzt, um ganzheitliche Lösungen anbieten zu können. Durch die Kombination aus Systemintegration und Technologiekompetenz stellt der euromicron Konzern seine Differenzierung zum Wettbewerb dar. Die euromicron AG fungiert als strategische Führungsholding und übernimmt damit strategische Steuerung und Querschnittsfunktionen innerhalb der Gruppe.



Quelle: euromicron AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 1. HJ 2017

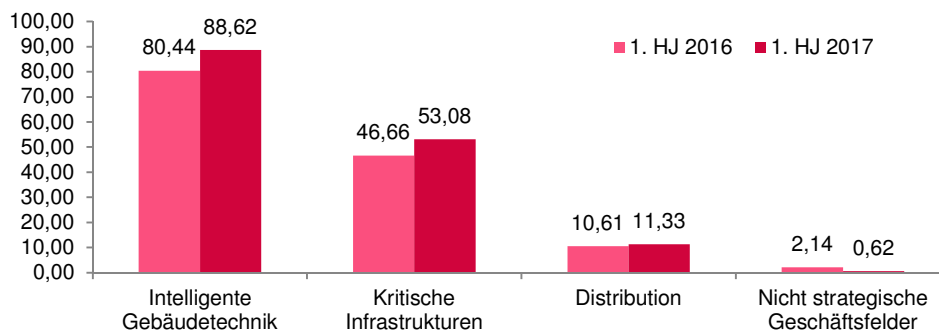
GuV (in Mio. €)	1.HJ 2016	Δ zum VJ	1.HJ 2017
Umsatzerlöse	139,84	+9,87%	153,64
EBITDA (Marge)	-3,46 (neg.)	n.A.	-0,88 (neg.)
EBIT (Marge)	-7,63 (neg.)	n.A.	-5,08 (neg.)
Konzernjahresergebnis	-9,12	n.A.	-5,48
EPS in €	-1,27	n.A.	-0,76

Quelle: euromicron AG; GBC

Umsatzentwicklung

Im 1. HJ 2017 konnte die euromicron AG bei den Umsatzerlösen deutlich zulegen. Hierzu haben insbesondere die im GJ 2016 weitestgehend abgeschlossenen Reorganisationsmaßnahmen beigetragen. So konnte der Konzernumsatz um rund 10,0% auf 153,64 Mio. € gesteigert werden, wobei alle Geschäftsfelder zu diesem Anstieg beigetragen haben. Als Haupttreiber für den Umsatzanstieg erwies sich der Bereich „Intelligente Gebäudetechnik“. Dieses Segment konnte seine Umsatzerlöse im Vergleich zum Vorjahr um 8,12 Mio. € auf 88,62 Mio. € (+10,2%) steigern. Hauptsächlich hierfür war die verbesserte Umsatzentwicklung der euromicron Deutschland GmbH und der ELABO GmbH. Bei der euromicron Deutschland GmbH konnte durch die ergriffenen Reorganisationsmaßnahmen eine zunehmende Umsatzstabilisierung erzielt werden. Wohingegen die ELABO GmbH insbesondere von der positiven Entwicklung im Zielmarkt „Industrie 4.0“ profitieren konnte und hierdurch seine Planzahlen übererfüllen, sowie einen starken Auftragseingang verzeichnen konnte.

Entwicklung der Außenumsatzerlöse nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: euromicron AG; GBC AG

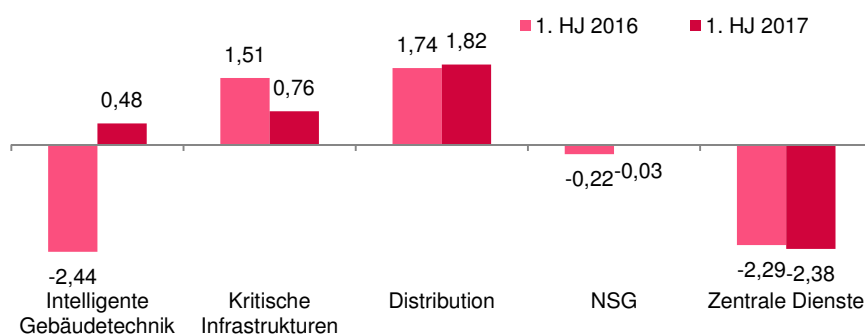
Ebenso konnten die beiden anderen Geschäftssegmente „Kritische Infrastrukturen“ und „Distribution“ deutliche Umsatzzuwächse erzielen. Der Umsatz des Segments „Kritische Infrastruktur“ stieg um 13,8% auf 53,08 Mio. €. Für diese Geschäftsentwicklung war insbesondere die Tochtergesellschaft Telent verantwortlich. Die Umsatzerlöse des Segments „Distribution“ sind um 6,8% auf 11,33 Mio. € angestiegen und wurde vor allem von der Geschäftsentwicklung der italienischen Tochtergesellschaft QUBIX S.p.A getragen.

Insgesamt ist zu konstatieren, dass die Umsatzentwicklung der euromicron AG im 1. HJ 2017 zufriedenstellend war. Die positiven Umsatztendenzen aus dem ersten Quartal setzten sich auch im zweiten Quartal fort. Die Umsatzerwartungen des Managements konnten erfüllt werden. Die vom Management in der jüngsten Vergangenheit erarbeitete und umgesetzte Strategie, das Unternehmen auf wachstumssträchtige Geschäftsfelder („IoT“, „Digitalisierung“) auszurichten, trägt zunehmend Früchte. Darüber hinaus konnte die euromicron AG von den umgesetzten Reorganisationsmaßnahmen profitieren.

Ergebnisentwicklung

Die positive Umsatzentwicklung spiegelt sich ebenso in der Ergebnisentwicklung der euromicron AG wieder. So stieg das EBITDA des Unternehmens in den ersten sechs Monaten von -3,46 Mio. € auf -0,88 Mio. €. Insbesondere das Segment „Intelligente Gebäudetechnik“ war für diese Entwicklung verantwortlich. Wie in der Umsatzentwicklung dargestellt, konnte in diesem Segment bei der euromicron Deutschland eine Umsatzstabilisierung und bei der ELABO GmbH deutliche Umsatzzuwächse erzielt werden. Beides führte zu einer deutlichen Verbesserung des Segmentergebnisses. So stieg das operative EBITDA von -2,44 Mio. € im Vorjahr auf 0,48 Mio. €.

Entwicklung des operativen EBITDA nach Segmenten (in Mio. €)

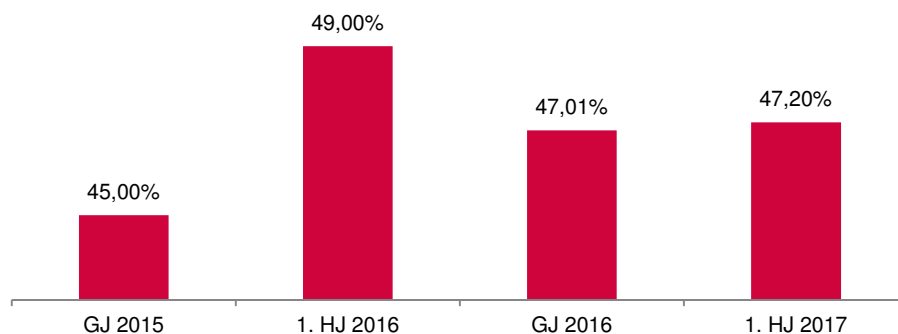


Quelle: euromicron AG; GBC AG

*NSG = Nicht strategische Geschäftsfelder

Ähnlich positiv entwickelte sich das Betriebsergebnis im Segment „Distribution“. Bei einem Umsatzanstieg von 0,72 Mio. € konnte das operative Ergebnis um 0,08 Mio. € erhöht werden. Gegenläufig zur Umsatzentwicklung verlief das operative Ergebnis im Segment „Kritische Infrastrukturen“. Dieser Ergebnissrückgang ist vor allem durch einem veränderten Umsatzmix und den Aufbau von höher qualifizierten Personal zur Erschließung neuer Geschäftsfelder im Bereich der Digitalisierung bedingt.

Entwicklung der Rohertragsmarge (in %)



Quelle: euromicron AG; GBC AG

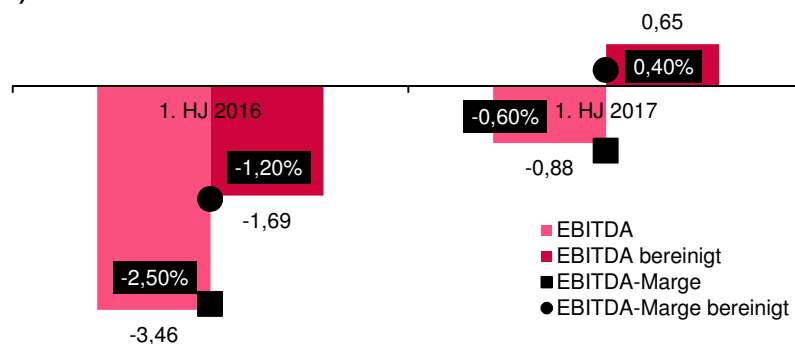
Die Rohertragsmarge lag im ersten Halbjahr 2017 mit 47,2% unter dem Niveau des Vorjahres (49,0%). Dies resultiert aus einer mit 53,1% höheren Materialaufwandsquote als im Vergleich zum Vorjahr (51,0%). Dieser Anstieg ist wiederum durch einen höheren Anteil an Fremdleistungen bedingt. Das Management der euromicron AG plant die Rohertragsmarge zukünftig zu verbessern.

Gegenläufig zur gesunkenen Rohertragsmarge entwickelten sich im 1. HJ 2017 die Personalaufwendungen. Der Anstieg des Personalaufwands ist neben dem leichten

Anstieg der Mitarbeiterzahl (1. HJ 2017: 1.816; im Vorjahr: 1.803 Mitarbeiter), Effekten aus tarifvertraglichen Gehaltsanpassungen und Personaloptimierungskosten, insbesondere darauf zurückzuführen, dass im Rahmen der strategischen Neuausrichtung verstärkt in hochqualifiziertes Personal investiert wurde. Somit sind die Personalaufwendungen um 2,3% auf 55,07 Mio. € angestiegen.

Darüber hinaus waren auch im 1. HJ 2017 Sonderaufwendungen vor dem Hintergrund der strategischen Neuausrichtung zu verzeichnen. Diese fielen vor allem für die Optimierung der Personalstruktur, Interimsmanager, die Finanzierungsberatung und sonstige Rechts- und Beratungsleistungen an. In Summe beliefen sich diese für die ersten sechs Monate in 2017 auf 1,53 Mio. € und lagen damit unter dem Niveau des Vorjahres (1. HJ 2016: 1,77 Mio. €). Bereinigt um die Sonderaufwendungen lag das EBITDA im 1. HJ 2017 bei 0,65 Mio. € und hat sich damit im Vergleich zum 1. HJ 2016 mit -1,69 Mio. € deutlich verbessert.

Darstellung des bereinigten EBITDA (in Mio. €) und der bereinigten EBITDA-Marge (in %)



Quelle: euromicron AG; GBC AG

Die Ergebnisentwicklung der euromicron AG im 1. HJ 2017 war insgesamt zufriedenstellend und konnte zudem die Erwartungen des Managements erfüllen. Darüber hinaus konnte im größten Segment „Intelligente Gebäudetechnik“ die Ertragslage deutlich verbessert werden, was wiederum maßgeblich zur Ergebnisverbesserung des Gesamtkonzerns geführt hat. Hervorzuheben ist, dass die vom Management angekündigten Maßnahmen zur Steigerung der Rentabilität umgesetzt wurden und sich zunehmend im Ergebnis niederschlagen. Der zuletzt eingesetzte Aufwärtstrend bei der Umsatz- und Ergebnisentwicklung setzt sich weiterhin fort.

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017e	GJ 2018e
Umsatzerlöse	325,31	335,00	353,77
EBITDA (Marge)	7,39 (2,3%)	12,61 (3,8%)	19,59 (5,5%)
EBIT (Marge)	-2,26 (-0,7%)	4,11 (1,2%)	10,84 (3,1%)
Konzernjahresergebnis	-12,66	-0,82	4,01
EPS in €	-1,76	-0,12	0,56

Quelle: GBC AG

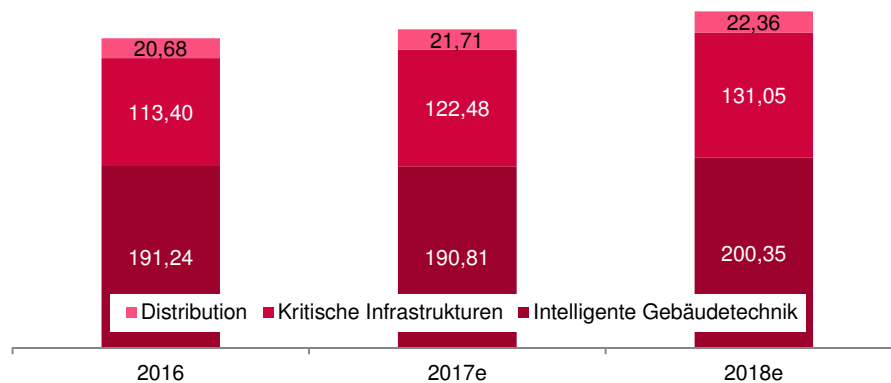
Umsatzprognosen

Auf Basis der dynamischen Unternehmensentwicklung in den ersten sechs Monaten 2017, hat die euromicron AG die mit Veröffentlichung des Geschäftsberichts 2016 ausformulierte Prognose bestätigt. Unverändert werden dabei für das GJ 2017 ein Umsatzvolumen in einer Bandbreite von 330,0 Mio. bis 350,0 Mio. € und eine operative EBITDA-Marge zwischen 4,0% und 5,0% erwartet. Vor dem Hintergrund des im Rahmen der Erwartung liegenden Umsatzes für das 1. HJ 2017, bestätigen auch wir unsere Erwartungshaltung für die GJ 2017 und 2018.

Für das Geschäftsjahr 2017 erwarten wir einen Umsatz in Höhe von 335,00 Mio. €, was dem Erreichen der mittleren Bandbreite der Unternehmensprognose entsprechen würde. Bereits zum Halbjahr wurden rund 46% der Umsatzprognose erreicht und das vor dem Hintergrund des traditionell stärkeren zweiten Halbjahres. Wir gehen davon aus, dass sich dieser positive Umsatztrend auch im zweiten Halbjahr 2017 fortsetzen wird, jedoch im Vergleich zum ersten Halbjahr mit einer abgeschwächten Umsatzdynamik. Darüber hinaus rechnen wir im Bereich „Kritische Infrastrukturen“ als zweitgrößtes Segment mit einem Umsatzwachstum von 8,0% im Vergleich zum Vorjahr auf rund 122,5 Mio. €.

Für das größte Segment „Intelligente Gebäudetechnik“ erwarten wir bedingt durch die Einstellung des Telekommunikationsgeschäfts einen Umsatz auf Vorjahresniveau in Höhe von 190,81 Mio. €. Wir schätzen den entfallenden Umsatzbeitrag des Teilsegments im GJ 2016 auf ca. 12,5 Mio. €. Aufgrund des Verkaufs des Geschäftsbereichs (Asset-Deal) im April diesen Jahres wird dieser nur noch anteilig (4 Monate) zum Segmentumsatz beitragen. Bereinigt um diesen Effekt beträgt das erwartete organische Wachstum in diesem Bereich 6,8%. Aber auch für das Segment „Distribution“ rechnen wir mit einem moderaten Zuwachs im einstelligen Prozentbereich.

Erwartete Entwicklung der Umsatzerlöse nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Für das Folgejahr rechnen wir mit einem deutlichen Wachstum um 5,6%. Die Effekte der Reorganisation und die Vertriebsumstellung, sowie die zunehmende Positionierung des Unternehmens in Wachstumsmärkten sollten das Geschäft positiv beeinflussen. Im GJ 2018 sollte somit ein Umsatz in Höhe von rund 354,0 Mio. € generiert werden, was einem Anstieg um 5,6% gleichkommt.

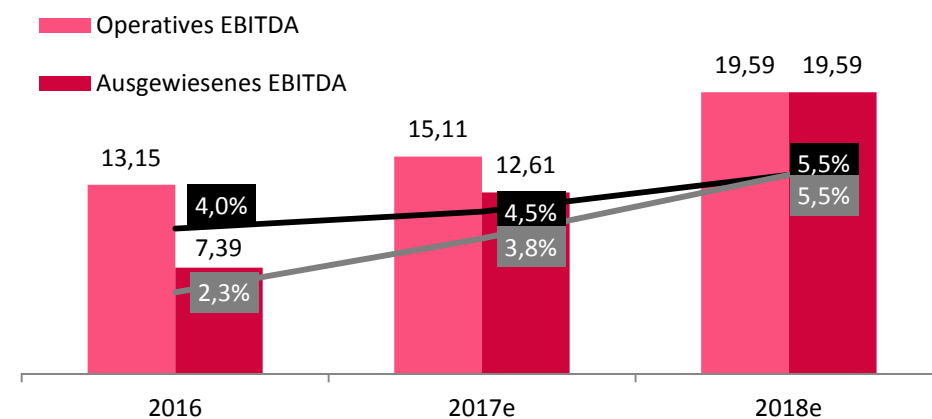
Ergebnisprognosen

Vor dem Hintergrund der bestätigten Umsatzprognose erwartet die euromicron AG für das Geschäftsjahr 2017 eine operative EBITDA-Marge zwischen 4,0% und 5,0%. Des Weiteren sollen die Reorganisationskosten im Bereich von 2,0 bis 3,0 Mio. € liegen. Somit soll eine ausgewiesene EBITDA-Marge zwischen 3,1% und 4,1% erzielt werden.

Wir erwarten weiterhin, dass die mittlere Prognosespanne erreicht wird und damit im GJ 2017 ein EBITDA in Höhe von rund 12,61 Mio. € erzielt wird, was einer EBITDA-Marge von 3,8% entspricht. Bereits zum Halbjahr 2017 konnte das EBITDA von im Vorjahr - 3,46 Mio. € auf -0,88 Mio. € deutlich verbessert werden. Wir gehen von einer weiteren positiven Geschäftsentwicklung im zweiten Halbjahr 2017 und niedrigeren Reorganisationskosten als im Vorjahr aus. Vor dem Hintergrund der erwarteten Restrukturierungskosten in Höhe von 2,5 Mio. € sollte somit das operative EBITDA bei 15,11 Mio. € liegen, was einer bereinigten EBITDA-Marge von 4,5% entspricht.

Für das darauf folgende Geschäftsjahr 2018 erwarten wir eine deutliche Ergebnissteigerung. Zum einen bedingt durch den Wegfall der Sonderaufwendungen, die im Rahmen der Reorganisation angefallen sind, und sich ergebnisbelastend ausgewirkt haben. Zum anderen sollte die weitere Erschließung von „IoT“-Märkten und der Ausbau des Service- und Wartungsgeschäfts sich positiv auf die Geschäftsentwicklung auswirken. Somit erwarten wir ein operatives EBITDA von 19,59 Mio. €, was einer EBITDA-Marge von 5,5% gleichkommt.

Erwartete Entwicklung des ausgewiesenen und operativen EBITDA (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Die erfolgreiche Neuausrichtung wird zunehmend auch in den Finanzkennzahlen sichtbar. Auf Basis der bisherigen Reorganisationserfolge, der noch vorhandenen Effizienzsteigerungspotenziale/Synergiepotenziale, sowie dem weiteren Geschäftsausbau in Richtung des Wachstumsmarktes „IoT“, sollten deutlich höhere Margen als bisher erreicht werden können. Zumal die euromicron AG in der Vergangenheit bewiesen hat, dass sie zu zweistelligen EBITDA-Margen in der Lage ist.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die euromicron AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2017 und 2018 in Phase 1, erfolgt von 2019 bis 2024 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 3,0%. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 6,0% angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0% in Phase 2 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.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,25%.**

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 1,79.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,1% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 50% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,6%.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,6% errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2018 entspricht als Kursziel 10,50 €. Gegenüber unserer bisherigen Einschätzungen belassen wir das Kursziel damit unverändert.

DCF-Modell

euromicron AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Wertetreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	6,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	6,0%
Working Capital zu Umsatz	10,0%

final - Phase	
ewiges Umsatzwachstum	2,0%
ewige EBITA - Marge	4,0%
effektive Steuerquote im Endwert	30,0%

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	Endwert
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	335,00	353,77	364,52	375,61	387,02	398,79	410,91	423,41	
US Veränderung	3,0%	5,6%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,36	2,51	2,59	2,68	2,77	2,86	2,96	3,05	
EBITDA	12,61	19,59	21,92	22,58	23,27	23,98	24,70	25,46	
EBITDA-Marge	3,8%	5,5%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	
EBITA	4,11	10,84	13,45	14,15	14,86	15,59	16,34	17,12	
EBITA-Marge	1,2%	3,1%	3,7%	3,8%	3,8%	3,9%	4,0%	4,0%	4,0%
Steuern auf EBITA	-1,23	-3,25	-4,04	-4,24	-4,46	-4,68	-4,90	-5,14	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	2,88	7,59	9,42	9,90	10,40	10,91	11,44	11,98	
Kapitalrendite	1,6%	4,2%	5,3%	5,6%	5,9%	6,1%	6,4%	6,7%	6,8%
Working Capital (WC)	36,88	36,18	36,45	37,56	38,70	39,88	41,09	42,34	
WC zu Umsatz	11,0%	10,2%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Investitionen in WC	-0,71	0,69	-0,27	-1,11	-1,14	-1,18	-1,21	-1,25	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	141,76	141,01	140,55	140,12	139,71	139,33	138,97	138,63	
AFA auf OAV	-8,50	-8,75	-8,46	-8,43	-8,41	-8,38	-8,36	-8,34	
AFA zu OAV	6,0%	6,2%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	
Investitionen in OAV	-9,99	-8,00	-8,00	-8,00	-8,00	-8,00	-8,00	-8,00	
Investiertes Kapital	178,64	177,20	177,00	177,68	178,41	179,21	180,06	180,97	
EBITDA	12,61	19,59	21,92	22,58	23,27	23,98	24,70	25,46	
Steuern auf EBITA	-1,23	-3,25	-4,04	-4,24	-4,46	-4,68	-4,90	-5,14	
Investitionen gesamt	-10,70	-7,31	-8,27	-9,11	-9,14	-9,18	-9,21	-9,25	
Investitionen in OAV	-9,99	-8,00	-8,00	-8,00	-8,00	-8,00	-8,00	-8,00	
Investitionen in WC	-0,71	0,69	-0,27	-1,11	-1,14	-1,18	-1,21	-1,25	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,68	9,03	9,61	9,23	9,67	10,12	10,59	11,07	154,97

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	144,97	146,89
Barwert expliziter FCFs	51,87	46,76
Barwert des Continuing Value	93,10	100,13
Nettoschulden (Net debt)	75,29	71,01
Wert des Eigenkapitals	69,68	75,88
Fremde Gewinnanteile	-0,50	-0,54
Wert des Aktienkapitals	69,19	75,34
Ausstehende Aktien in Mio.	7,18	7,18
Fairer Wert der Aktie in EUR	9,64	10,50

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,79
Eigenkapitalkosten	11,1%
Zielgewichtung	50,0%
Fremdkapitalkosten	5,0%
Zielgewichtung	50,0%
Taxshield	19,4%
WACC	7,6%

Kapitalrendite	WACC				
	7,0%	7,3%	7,6%	7,9%	8,2%
6,3%	11,02	9,97	9,03	8,19	7,44
6,5%	11,87	10,76	9,76	8,88	8,08
6,8%	12,72	11,54	10,50	9,56	8,72
7,0%	13,57	12,33	11,23	10,25	9,36
7,3%	14,42	13,12	11,97	10,93	10,00

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 anderen 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 Wertes 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, Aktienrückkäufe, 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: (5a,5b,11)

§ 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) a) 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.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) 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.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person 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.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Susanne Klebl, Email: klebl@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) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst, Stellv. Chefanalyst
Marcel Goldmann, M.Sc., 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