



Researchstudie (Anno)

euromicron
Aktiengesellschaft

**Restrukturierung in 2015 erfolgreich umgesetzt
-
Wieder hohes Potenzial für Ergebnissteigerungen**

Kursziel: 12,10 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 17**

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

Rating: KAUFEN
Kursziel: 12,10

Aktueller Kurs: 6,16
1.4.2016 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1K0300
WKN: A1K030
Börsenkürzel: EUCA

Aktienanzahl³: 7,176

Marketcap³: 44,20
Enterprise Value³: 100,39
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 100,00 %

Transparenzlevel:
Prime Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
EQUINET AG

Analysten:

Felix Gode, CFA
gode@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 18

Unternehmensprofil

Branche: Technologie

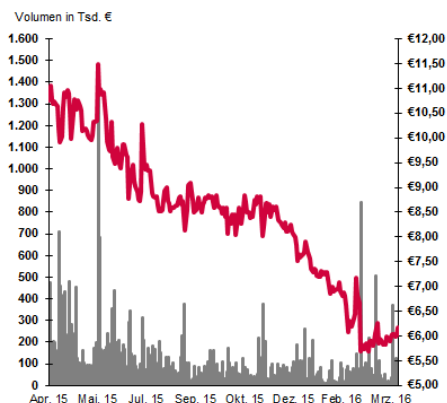
Fokus: Netzwerk- und Lichtwellenleitertechnologie

Mitarbeiter: 1825

Gründung: 1998

Firmensitz: Frankfurt am Main

Vorstand: Jürgen Hansjosten, Bettina Meyer



Die euromicron AG vereint als Gruppe mittelständische Hightech-Unternehmen aus den Bereichen Digitalisierte Gebäude, kritische Infrastrukturen und Industrie 4.0. Als deutscher Spezialist für das Internet der Dinge versetzt euromicron ihre Kunden aus dem Mittelstand und der öffentlichen Hand, aber auch Großunternehmen in die Lage, Geschäfts- und Produktionsprozesse zu vernetzen und damit den Weg der Digitalisierung erfolgreich zu beschreiten. Die Unternehmen der euromicron-Gruppe gehören zu den führenden Herstellern für Produkte und Lösungen „Made in Germany“ aus dem Bereich Glasfasertechnologie und Netzwerkkomponenten. Mit diesem Hersteller-Know-how und der langjährigen Erfahrung bei der Entwicklung und Integration von Technologien realisiert euromicron kundenspezifische Lösungen, die von der Konzeption und Implementierung über den Betrieb bis hin zu verbundenen Serviceleistungen reichen und schafft die dafür notwendigen IT-Strukturen. Die Lösungen von euromicron ermöglichen es den Anwendern, die Flexibilität und Effizienz von Geschäfts- und Produktionsprozessen zu steigern.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016e	31.12.2017e
Umsatz	346,34	344,89	359,36	376,72
EBITDA	21,15	6,92	15,02	21,25
EBIT	11,45	-8,65	6,02	12,25
Konzernjahresergebnis	2,58	-13,25	1,76	6,30

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,36	-1,85	0,25	0,88
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,29	0,29	0,28	0,27
EV/EBITDA	4,75	14,50	6,68	4,72
EV/EBIT	8,77	neg.	16,68	8,20
KGV	17,13	neg.	25,12	7,02
KBV		0,46		

Finanztermine

10.05.2016: Veröffentlichung Q1-Bericht
07.06.2016: HV-Termin
09.08.2016: Veröffentlichung HJ-Bericht
08.11.2016: Veröffentlichung 9M-Bericht

****letzter Research von GBC:**

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
19.10.2015: RG / 15,50 / KAUFEN
18.08.2015: RS / 15,50 / KAUFEN
02.02.2015: RG / 21,50 / KAUFEN
08.12.2014: RG / 21,50 / KAUFEN
14.08.2014: RS / 21,50 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Das Jahr 2015 war bei der euromicron AG von der Reorganisation des Unternehmens geprägt. Dabei hat das Unternehmen nicht nur eine Restrukturierung und Straffung der Konzernstrukturen vorgenommen, sondern auch eine strategische Fokussierung vollzogen. Nunmehr positioniert sich das Unternehmen in den Bereichen digitalisierte Gebäude, kritische Infrastrukturen sowie Industrie 4.0 und setzt dabei auf eine Kombination der Kompetenzen in der Systemintegration sowie den eigenen ergänzenden Technologielösungen.
- Die Umsatzerlöse waren im GJ 2015 noch leicht um 0,4 % auf 344,89 Mio. € rückläufig. Dabei wurde zum einen bewusst darauf verzichtet einige Projekte anzunehmen, um einen vollen Fokus auf margenstarke Projekte zu richten. Zum anderen wurden Entwicklungen für Neuprodukte noch nicht ganz fertiggestellt, so dass diese erst in 2016 zum Umsatzwachstum beitragen werden.
- Ergebnisseitig kamen verschiedene Belastungen zum Tragen. Auf der einen Seite wirkten sich verschiedene operative Effekte aus. Dies betraf insbesondere die verlustfrei bewerteten Aufträge aus der Vergangenheit, die keinen Deckungsbeitrag mehr beisteuerten sowie Aufwendungen zur Erschließung der neuen Geschäftsfelder. Zum anderen wirkten sich die Reorganisationsmaßnahmen ergebnismindert aus und wirkten sich in Summe mit 6,83 Mio. € auf das EBITDA aus. Zudem wurden außerordentliche Abschreibungen in Höhe von 6,31 Mio. € vorgenommen, was das EBIT zusätzlich belastete.
- In Summe betrug das ausgewiesene EBITDA 6,92 Mio. €, nach 21,15 Mio. € in 2014. Der um die Sondereffekte bereinigte EBITDA-Wert lag mit 13,76 Mio. € wesentlich höher.
- Für das GJ 2016 erwarten wir einen wesentlichen Umsatz- und Ergebnissprung. Während wir beim Umsatz von 359,36 Mio. € ausgehen, maßgeblich getragen vom Segment *Intelligente Gebäudetechnik*, erwarten wir ein EBITDA in Höhe von 15,02 Mio. €. Darin sind nochmals 2,5 Mio. € an Einmalaufwendungen zur Finalisierung der Reorganisation berücksichtigt. Bereinigt sollte das operative EBITDA damit bei 17,52 Mio. € liegen, was einer bereinigten EBITDA-Marge von 4,9 % entspricht. Für das Jahr 2017 erwarten wir dann keine Einmalaufwendungen mehr, einhergehend mit einer weiteren Verbesserung des EBITDA auf 21,25 Mio. € bzw. einer EBITDA-Marge von 5,6 %.
- **Wir werten die Erfolge des Managements der euromicron AG hinsichtlich der Reorganisation der Gruppe als erfolgreich. Wenngleich die Zahlen 2015 dadurch belastet waren, wird deutlich, dass die Grundlagen für profitables Wachstum für die kommenden Jahre gelegt wurden. Erste Erfolge sind bereits sichtbar und wir sind zuversichtlich, dass das Unternehmen in den kommenden Jahren wieder zu alter Ertragsstärke zurückfinden wird.**
- **Auf Basis dessen und unserer Prognosen ist die euromicron AG derzeit günstig bewertet, mit einem KBV von rund 0,5 sowie einem 2017er KGV von rund 7. Daraus lässt sich bereits eine erhebliche Unterbewertung vermuten. Laut unserem DCF-Modell errechnet sich ein fairer Wert je euromicron-Aktie von 12,10 €. Entsprechend dem hohen Aufwärtspotenzial ergibt sich das Rating KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

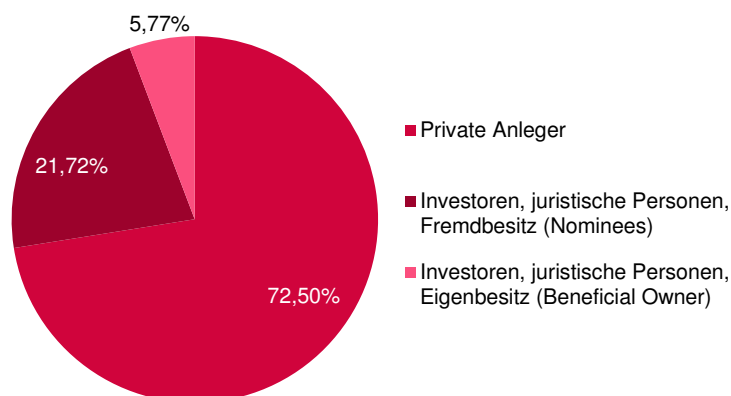
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Gruppenübersicht	4
Markt und Marktumfeld	5
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	6
Kennzahlen im Überblick	6
Geschäftsentwicklung 2015	7
Strategische Neuausrichtung	7
Umsatzentwicklung	7
Ergebnisentwicklung	8
Bilanzielle und finanzielle Situation	10
SWOT-Analyse	11
Prognose und Modellannahmen	12
Umsatzprognosen	12
Ergebnisprognosen	13
Bewertung	15
Modellannahmen	15
Bestimmung der Kapitalkosten	15
Bewertungsergebnis	15
DCF-Modell.....	16
Anhang	17

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	11.03.2016
Private Anleger	72,50%
Investoren, juristische Personen, Fremdbesitz (Nominees)	21,72%
Investoren, juristische Personen, Eigenbesitz (Beneficial Owner)	5,77%
Summe	100,00%

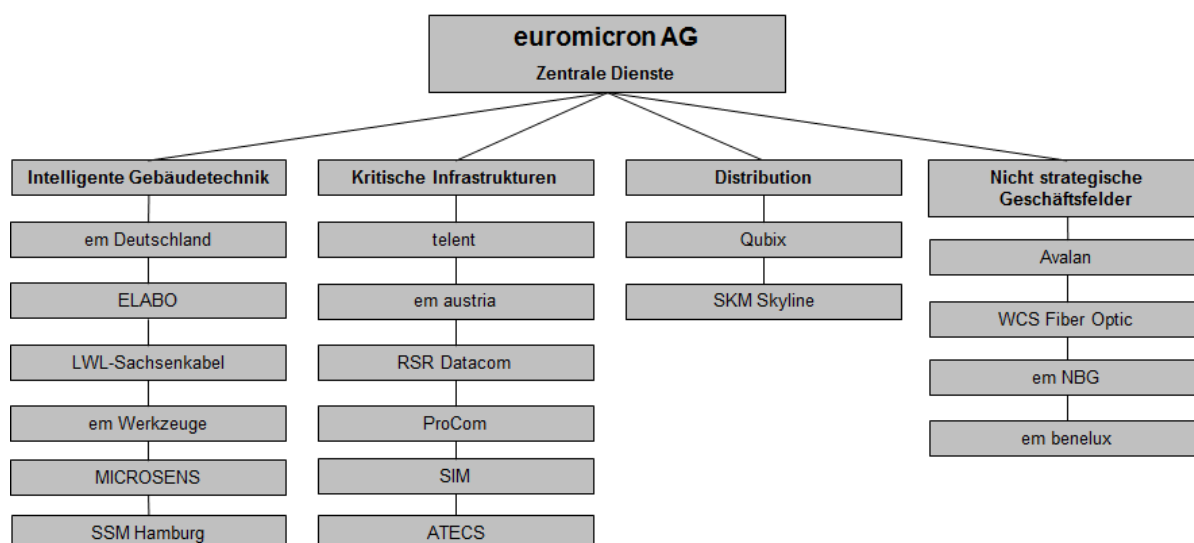
Quelle: euromicron, GBC



Gruppenübersicht

Nach der erfolgten Reorganisation ist die euromicron-Gruppe nunmehr in die drei Kernbereiche *Intelligente Gebäudetechnik*, *Kritische Infrastrukturen* und *Distribution* untergliedert. Diese Bereiche sind gleichzeitig die Berichtssegmente der euromicron AG und jede Konzerngesellschaft ist einem der Bereiche untergliedert. Dabei werden die beiden Systemhäuser euromicron Deutschland im Segment *Intelligente Gebäudetechnik* und telent im Segment *Kritische Infrastrukturen* durch verschiedene Technologieunternehmen ergänzt, um ganzheitliche Lösungen anbieten zu können. Durch die Kombination aus Systemintegration und Technologiekompetenz stellt die euromicron AG ihre Differenzierung zum Wettbewerb dar.

Im Segment *Nicht strategische Geschäftsfelder* vereint das Unternehmen die im Jahr 2015 als nicht zum Kerngeschäft gehörend identifizierten Gesellschaften, deren Geschäftsbetrieb eingestellt wurde und welche damit in Zukunft keinen Umsatzbeitrag mehr leisten werden. Die euromicron AG fungiert als Holding und übernimmt damit übergreifende Funktionen und Querschnittsfunktionen innerhalb der Gruppe.

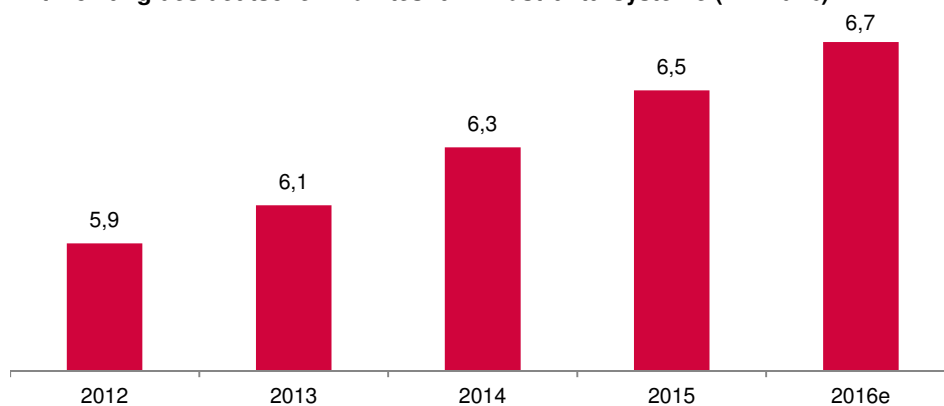


Quelle: euromicron

MARKT UND MARKTUMFELD

Der deutsche ITK-Markt hat sich in 2015 erneut erfreulich entwickelt und konnte um 2,9 % auf 157,6 Mrd. € zulegen. Dabei zeigte sich der Markt für TK-Infrastrukturen mit einem Wachstum um 3,6 % auf 6,5 Mrd. € besonders stark. Auch für das Jahr 2016 geht der Branchenverband BITKOM davon aus, dass die Branche weiter wächst. Während für den ITK-Markt insgesamt ein Wachstum um 1,7 % erwartet wird, soll die Subbranche Infrastruktursysteme erneut überdurchschnittlich um 2,9 % zulegen. Das Gesamtmarktumfeld sollte für die euromicron AG daher auch im Jahr 2016 begünstigend bleiben.

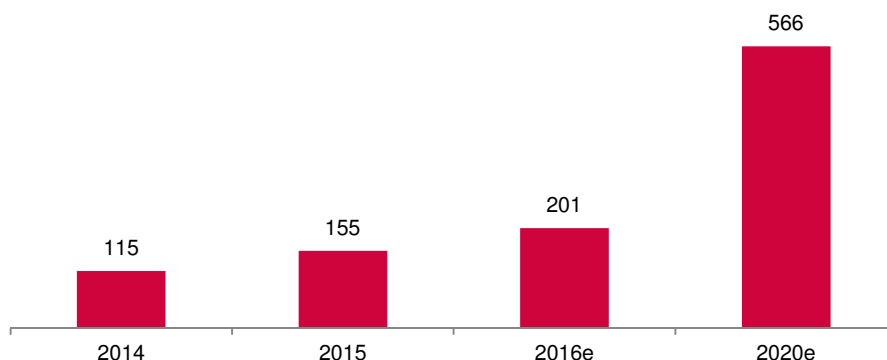
Entwicklung des deutschen Marktes für Infrastruktursysteme (in Mrd. €)



Quelle: BITKOM

Ein Trend, der die Entwicklung mit Infrastruktursystemen begünstigt, ist die zunehmende Entwicklung des Internet of Things (IoT). Gartner erwartet, dass die weltweiten Ausgaben für IoT-Anwendungen allein für branchenübergreifende Business-Anwendungen, worunter z.B. auch Gebäudesysteme fallen, in den kommenden Jahren merklich an Dynamik gewinnen werden. Nachdem der Markt in 2015 ein Volumen von 155 Mrd. US-Dollar aufwies, soll dieser bis 2020 auf 566 Mrd. US-Dollar ansteigen. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Steigerung um rund 30 %.

Weltweite Ausgaben von Unternehmen für branchenübergreifende IoT-Anwendungen (in Mrd. US-Dollar)



Quelle: Gartner (November 2015)

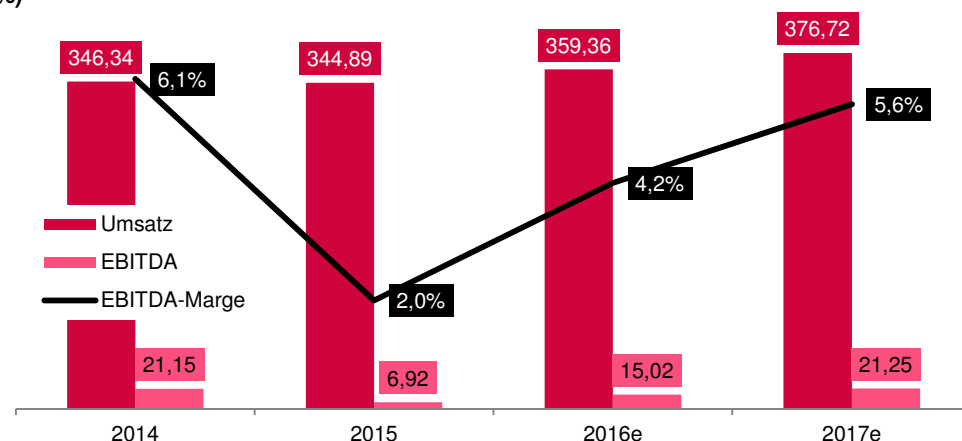
Noch höher fallen die Zahlen der gesamten Branche aus. Die gesamten Ausgaben für IoT-Anwendungen (Consumer + Business) sollen sich von 1,18 Bio. US-Dollar in 2015 auf 3,01 Bio. US-Dollar verdreifachen. Einen Großteil der Ausgaben soll dabei auch auf Services entfallen, also die Planung, Installation und den Betrieb von IoT-Systemen. Auch davon sollte euromicron in den kommenden Jahren profitieren können.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2014		GJ 2015		GJ 2016e		GJ 2017e	
Umsatzerlöse	346,34	100,0%	344,89	100,0%	359,36	100,0%	376,72	100,0%
Bestandsveränderung	0,57	0,2%	0,83	0,2%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Aktivierete Eigenleistungen	2,62	0,8%	2,94	0,9%	2,50	0,7%	2,50	0,7%
Sonstige betriebliche Erträge	2,14	0,6%	3,07	0,9%	2,00	0,6%	2,00	0,5%
Materialaufwand	-182,47	-52,7%	-189,83	-55,0%	-191,96	-53,4%	-198,72	-52,8%
Rohergebnis	169,20	48,9%	161,90	46,9%	171,90	47,8%	182,50	48,4%
Personalaufwand	-103,18	-29,8%	-107,88	-31,3%	-108,50	-30,2%	-111,00	-29,5%
Abschreibungen	-9,70	-2,8%	-15,57	-4,5%	-9,00	-2,5%	-9,00	-2,4%
sonstige betriebliche Aufwendungen	-44,88	-13,0%	-47,10	-13,7%	-48,38	-13,5%	-50,25	-13,3%
Betriebsergebnis	11,45	3,3%	-8,65	-2,5%	6,02	1,7%	12,25	3,3%
Finanzergebnis	-3,68	-1,1%	-4,06	-1,2%	-3,50	-1,0%	-3,25	-0,9%
EBT	7,77	2,2%	-12,71	-3,7%	2,52	0,7%	9,00	2,4%
Ertragssteuern	-4,92	-1,4%	-0,42	-0,1%	-0,76	-0,2%	-2,70	-0,7%
Ergebnis vor Anteilen Dritter	2,84	0,8%	-13,13	-3,8%	1,76	0,5%	6,30	1,7%
Minderheitenanteile	-0,27	-0,1%	-0,12	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Konzernjahresergebnis nach Minderheiten	2,58	0,7%	-13,25	-3,8%	1,76	0,5%	6,30	1,7%
EBITDA	21,15		6,92		15,02		21,25	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	6,1 %		2,0 %		4,2 %		5,6 %	
EBIT	11,45		-8,65		6,02		12,25	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	3,3 %		-2,5 %		1,7 %		3,3 %	
Ergebnis je Aktie in €	0,36		-1,85		0,25		0,88	
Dividende je Aktie in €	0,00		0,00		0,00		0,00	
Aktienzahl in Mio. Stück	7,176		7,176		7,176		7,176	

Entwicklung der Umsatzerlöse, des EBITDA (in Mio. €) und der EBITDA-Marge (in %)



Quelle: euromicron, GBC

Geschäftsentwicklung 2015

GuV (in Mio. €)	GJ 2014	Δ zum VJ	GJ 2015
Umsatzerlöse	346,34	-0,4 %	344,89
EBITDA (Marge)	21,15 (6,1 %)	-67,3 %	6,92 (2,0%)
EBIT (Marge)	11,45 (3,3 %)	n.A.	-8,65 (-2,5%)
Konzernjahresergebnis	2,58	n.A.	-13,25
EPS in €	0,36	n.A.	-1,85

Quelle: euromicron AG, GBC

Strategische Neuausrichtung

Die euromicron AG hat im Jahr 2015 eine wesentliche Straffung ihrer Ausrichtung vollzogen. Dabei hat das neue Management des Unternehmens, das erst seit März 2015 im Amt ist, innerhalb von nur 12 Monaten der strategischen Ausrichtung einen neuen Fokus gegeben und die notwendigen Strukturmaßnahmen umgesetzt. Im Zuge dessen wurde die euromicron AG auf die Kernthemen digitalisierte Gebäude, kritische Infrastrukturen und Industrie 4.0 fokussiert. Dabei adressiert das Unternehmen innerhalb dieser Zielbranchen Nischenbereiche und differenziert sich vor allem durch die Kombination von Systemlösungskompetenz, ergänzt um eigene Technologielösungen. Durch diese Ausrichtung sollte es dem Unternehmen gelingen sich vom Wettbewerb abzusetzen und entsprechende Marktanteile zu generieren.

In Zuge dieser strategischen Straffung wurde auch die Konzernstruktur konsolidiert und die Segmentierung neu geordnet, nach welchem die euromicron AG nun auch berichtet. Dabei wird nun nach den Segmenten *Intelligente Gebäudetechnik*, *Kritische Infrastrukturen* und *Distribution* untergliedert. Die einzelnen Konzerntöchter sind zudem nunmehr klar den neuen Berichtssegmenten zugeordnet. Diese Maßnahmen tragen nicht nur zu effizienten Abläufen innerhalb des Konzerns bei und sorgen für maßgebliche Kostensenkungen, die sich bereits in 2015 gezeigt haben. Auch die Nachvollziehbarkeit und Transparenz für Außenstehende wurde damit deutlich erhöht.

Mit der neuen Ausrichtung setzt das neue Management vor allem auf die Devise „Rentabilität und Cashflow vor Umsatz“, was in unseren Augen die richtige Fokussierung ist, um das Unternehmen in den kommenden Jahren wieder auf die alten Rentabilitätsniveaus zurückzuführen.

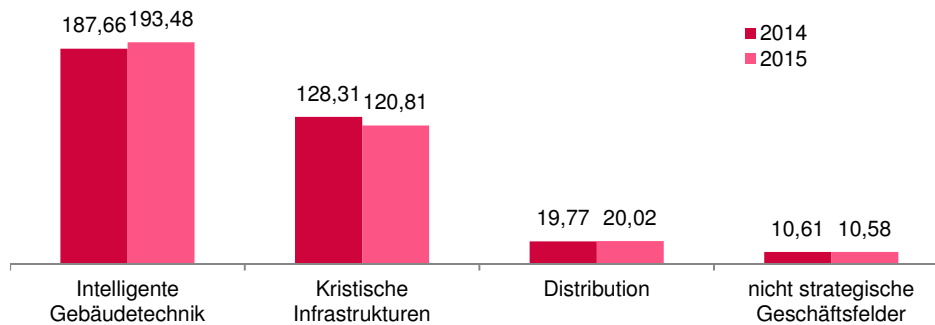
Umsatzentwicklung

Die Umsatzentwicklung der euromicron AG war im GJ 2015 auf Konzernebene leicht um 0,4 % auf 344,89 Mio. € rückläufig. Dabei war im größten Segment, *Intelligente Gebäudetechnik* (IG), ein Anstieg der Umsätze um 3,1 % zu verzeichnen, wohingegen im Segment *Kritische Infrastrukturen* (KI) ein Rückgang um 5,8 % zu verzeichnen war.

Trotz des Zuwachses im Segment IG wurden die Zielvorgaben des Managements nicht ganz erreicht. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass bewusst auf die Annahme von einzelnen Projekten verzichtet wurde, um der strategischen Neuausrichtung und der verstärkten Fokussierung auf Rentabilität Rechnung zu tragen. Zudem wurden in 2015 noch verlustfrei bewertete Altprojekte abgearbeitet, was Mitarbeiterkapazitäten gebunden hat. Ab dem Jahr 2016 sollten diese Altprojekte nunmehr abgearbeitet sein, was zum einen Raum für Neuprojekte eröffnet, die vor allem auch hinsichtlich der Ergebnisbeiträge wertschöpfend sind.

Im Bereich KI war die rückläufige Entwicklung vor allem auf das zyklische Geschäft einzelner Segment-Gesellschaften zurückzuführen. Dabei konnten zum Teil Aufträge die in 2014 gewonnen und abgearbeitet wurden, in 2015 nicht wiederholt werden. Hintergrund dessen ist vor allem die übliche Auftragsstruktur im Bereich KI, die oft einen starken Projektcharakter aufweist und die Umsatzerlöse daher zyklischen Schwankungen ausgesetzt sind.

Entwicklung der Außenumsatzerlöse nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: euromicron, GBC

Im kleinsten Segment, *Distribution*, wurde ein Umsatzniveau auf Vorjahr erreicht, was auch für die nicht-strategischen Geschäftsfelder gilt. Die nicht strategischen Geschäftsfelder sind verlustträchtig und entsprechen nicht der neuen strategischen Ausrichtung der euromicron. Die Geschäftsbetriebe der vier hierzu gehörenden Gesellschaften werden daher eingestellt. Wir gehen davon aus, dass bis Ende 2016 alle vier Gesellschaften keinen Umsatzbeitrag mehr leisten, aber dann auch keine Verluste mehr auflaufen werden.

Ergebnisentwicklung

Ergebnisseitig haben sich die ausgewiesenen Werte im GJ 2015 gegenüber 2014 deutlich verringert, wobei der Rückgang alle Segmente betraf. So lag das EBITDA mit 6,92 Mio. € deutlich unter dem Vorjahresniveau von 21,15 Mio. €. Hierbei sind jedoch mehrere Effekte zu beachten, die sich operativ, aber auch im Rahmen der strategischen Neuausrichtung, bemerkbar gemacht haben.

Ein wesentlicher Faktor des Ergebnisrückgangs war in den beiden wichtigsten Segmenten, IG und KI, der verringerte Rohertrag. Während im Segment IG vor allem die Abarbeitung der verlustfrei bewerteten Aufträge aus den Vorjahren zu Buche schlugen, aus denen kein Deckungsbeitrag beigesteuert wurde, waren im Segment KI vor allem Investitionen in die Erschließung der neuen strategischen Geschäftsfelder ausschlaggebend. Hierbei wurden insbesondere Strukturen und Konzeptionen für Internet of Things-Projekte entwickelt, die in den kommenden Jahren zu Umsatzerlösen führen sollen.

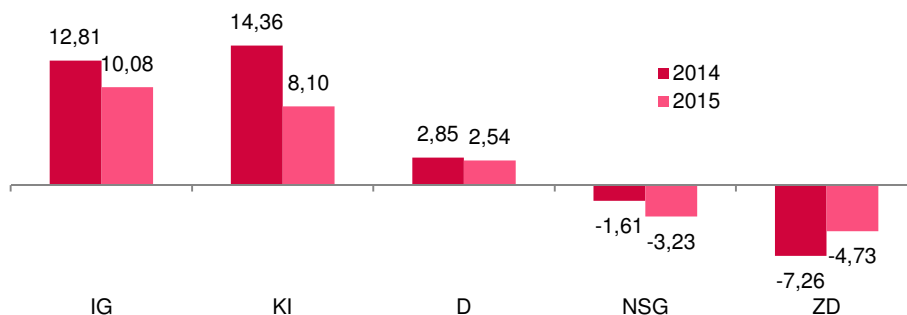
Im Segment IG sorgten auch Produktneuentwicklungen, unter anderem das Themengebiet Smart Lightning betreffend, zunächst für Kostenerhöhungen, denen noch kein entsprechender Umsatz gegenüberstand. Insofern war der Umsatzmix noch nicht ideal, was sich aber in den kommenden Perioden nun relativieren dürfte. Inzwischen sind die neuen Produkte jedoch auf dem Markt eingeführt.

Entscheidend für die Ergebnisbetrachtung ist jedoch die Betrachtung vor Sonderaufwendungen bzw. Einmalaufwendungen, die im Rahmen der Umstrukturierung und Neuausrichtung des Konzerns stattgefunden hat, da diese die Kernrentabilität der euromicron zum jetzigen Zeitpunkt offenbart und damit als wesentliche Grundlage für die Erwartun-

gen der kommenden Jahre dient. Bereinigt um die Sondereffekte wurde ein EBITDA in Höhe von 13,76 Mio. € erwirtschaftet, nach einem EBITDA von 21,15 Mio. € im Vorjahr.

Heruntergebrochen auf die einzelnen Segmente machten sich auch unter der bereinigten Betrachtung die zuvor beschriebenen Effekte bemerkbar, so dass in jedem Segment, mit Ausnahme der Zentralen Dienste, noch ein EBITDA-Rückgang zu verzeichnen war. Besonders deutlich werden die Erfolge der Reorganisation der euromicron AG im Jahr 2015 bereits bei den Holdingkosten. So konnte das Ergebnis des Segments Zentrale Dienste von -7,26 Mio. € auf -4,73 Mio. € reduziert werden, was Ausdruck der vorgenommenen Kostensenkungs- und Effizienzsteigerungsmaßnahmen ist.

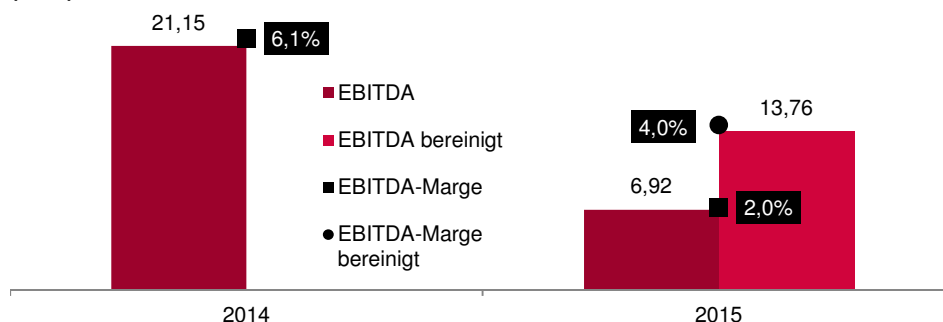
Entwicklung des operativen EBITDA nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: euromicron, GBC; IG=Intelligente Gebäudetechnik, KI= Kritische Infrastrukturen, D=Distributioun, NSG=nicht strategisches Geschäft, ZD=zentrale Dienste

Insgesamt beliefen sich die Sonderaufwendungen auf 6,83 Mio. €, insbesondere für die Strukturveränderungen und Personalmaßnahmen. Die nachfolgende Grafik verdeutlicht die Auswirkungen der Einmalaufwendungen. So lag die bereinigte EBITDA-Marge mit 4,0 % doppelt so hoch wie die ausgewiesene EBITDA-Marge. Der gegenüber dem Vorjahr niedrigere bereinigte Wert ist dennoch maßgeblich, was sich jedoch in den kommenden Perioden rasch relativieren sollte. Denn auch operativ waren in 2015, wie oben beschrieben, durch die Reorganisation und Restrukturierung Belastungen zu verzeichnen, um welche sich die Ergebnisse nicht bereinigen lassen.

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



Quelle: euromicron, GBC

Auf Ebene der Abschreibungen hat die Restrukturierung zudem außerplanmäßige Abschreibungen in Höhe von 6,31 Mio. € erforderlich gemacht, vor allem die vier nicht mehr zum strategischen Geschäft gehörenden Gesellschaften betreffend. Insofern lag das ausgewiesene EBIT mit -8,65 Mio. € deutlich im Minus. Zu betonen ist dabei, dass auf operativer Basis 13 der 14 operativen Gesellschaften in 2015 ein positives EBIT erwirtschaftet haben. Dies zeigt die gute Ausgangsbasis der Gesellschaft für zukünftiges profitables Wachstum, das nach der erfolgten Restrukturierung bereits in 2016 deutlich werden sollte.

Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015
Eigenkapital	111,16	110,40	97,04
EK-Quote (in %)	35,1 %	38,4 %	35,8 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	65,37	64,78	66,50
Liquide Mittel	38,83	15,62	10,72
Nettoverschuldung	26,54	49,16	55,78
Operatives Anlagevermögen (inkl. Goodwill)	151,71	148,40	141,04
Net Working Capital	52,85	64,74	59,67

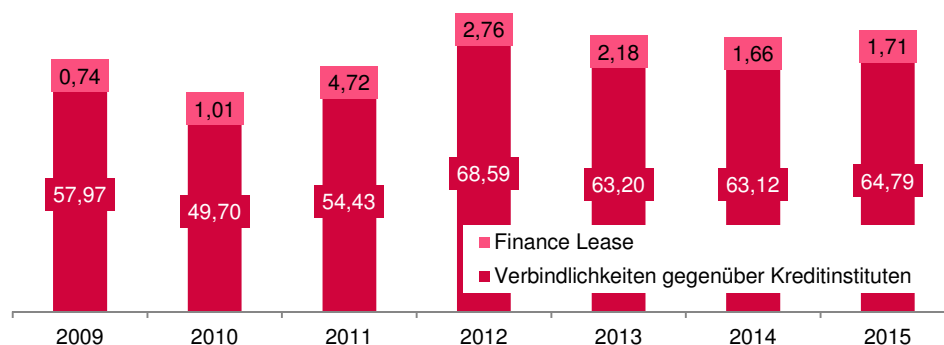
Quelle: euromicron, GBC

Ein wesentlicher Faktor der strategischen Neuausrichtung der euromicron AG ist auch die Optimierung des Working Capitals. Dabei konnte das Working Capital im Jahr 2015 bereits um rund 8 % gesenkt werden, vor allem im Bereich der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie der Fertigungsaufträge mit aktivischem Saldo gegenüber Kunden. Weitere Senkungen des Working Capitals sind im Jahr 2016 geplant, was zu einer weiteren Verbesserung des operativen Cashflows beitragen sollte. Dieser lag im GJ 2015 trotz der Belastungen des operativen Geschäfts, als auch der Einmalbelastungen, mit 4,56 Mio. € im positiven Bereich, nach einem negativen Wert im Vorjahr. Bereinigt um Effekte aus Factoring und weiterzuleitenden Kundengeldern wurde sogar ein positiver operativer Cashflow von 6,1 Mio. € erwirtschaftet, nach 3,0 Mio. € im Vorjahr.

Auch an dieser Stelle zeigten sich demnach in 2015 bereits sehr positive Effekte aus der Reorganisation. Zudem bestätigt der positive operative Cashflow, dass das Geschäftsmodell der euromicron AG im Kern profitabel arbeitet.

Bislang noch nicht erfolgt ist eine Refinanzierung der Verbindlichkeitenstruktur. Die zinstragenden Verbindlichkeiten beliefen sich zum 31.12.2015 auf 66,50 Mio. € und lagen damit nochmals etwas über dem Vorjahreswert. Ursprünglich zielte das Management auf eine Restrukturierung der Bankverbindlichkeiten im Herbst 2015 ab. Mit den erzielten Fortschritten im Jahr 2015 und den positiven Aussichten auf die kommenden Jahre dürfte es dem Unternehmen jedoch nunmehr möglich sein eine Refinanzierung zu deutlich besseren Konditionen zu erhalten, als dies noch vor einem halben Jahr möglich gewesen sein dürfte.

Entwicklung der zinstragenden Verbindlichkeiten (in Mio. €)



Quelle: euromicron, GBC

Nach Aussage des Vorstands soll eine neue Konzernfinanzierung nunmehr bis Ende Mai 2016 stehen. Im Zuge dessen sollen zunächst die kurzfristig fälligen Kreditverbindlichkeiten in Höhe von rund 15 Mio. € refinanziert werden. Insofern ist davon auszugehen, dass hieraus keine Bestandgefährdung ausgeht. Vielmehr sollte vor dem Hintergrund der jüngsten positiven Entwicklung eine Verhandlung von entgegenkommenden Konditionen möglich sein.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Führender Netzwerkspezialist mit einem flächendeckenden Niederlassungsnetz in Deutschland • Differenzierungsmerkmal durch Kombination aus Kompetenzen in der Systemintegration und bei Technologielösungen • Krisenresistentes Geschäftsmodell aufgrund breiter Kundendiversifikation • Gut positioniert im wachsenden Markt für intelligente Gebäudetechnik, kritische Infrastrukturen und Industrie 4.0 • Strategische Neuausrichtung und Fokussierung trägt bereits erste Früchte 	<ul style="list-style-type: none"> • Vergleichsweise hoher Goodwill in der Bilanz, welcher rund 40 % der Bilanzsumme ausmacht • Traditionell hoher Ergebnisbeitrag im vierten Quartal führt zu einer hohen Saisonalität des Geschäftsverlaufs • Relativ hohe Nettoverschuldung • Seit dem GJ 2012 deutlich niedrigere Margenniveaus als in den Vorjahren, durch Restrukturierung jedoch wieder mit Verbesserung zu rechnen
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Verstärkung der Produkt- und Lösungskompetenz könnte das Margenniveau positiv beeinflussen • Bessere Nutzung von Synergieeffekten zwischen den Tochtergesellschaften könnte sich positiv auf die Umsatz- und Ertragslage auswirken • Der Markt für Smart Buildings und kritische Infrastrukturen wächst bis zum Jahr 2024 voraussichtlich mit rund 20 % pro Jahr • Das Fokusthema Internet of Things und Industrie 4.0 steht noch am Anfang der Entwicklung und Marktdurchdringung. Daraus könnten sich enorme Wachstumspotenzial ergeben • Die euromicron AG könnte durch einen verstärkten Produktfokus eine verbesserte strategische Position bei Projekten erlangen und damit das Margenniveau heben 	<ul style="list-style-type: none"> • Das Wachstumstempo im Bereich des Internet of Things könnte langsamer ausfallen als derzeit erwartet • Die Entwicklung im Bereich des Internet of Things könnte in anderen Kernbereichen stattfinden, als in den von euromicron adressierten Bereichen • Die euromicron AG könnte auf Produkte und Lösungen setzen, die am Markt nicht so angenommen werden wie erwartet und damit das Wachstumstempo drücken • Das Heben von Synergien zwischen den Tochtergesellschaften könnte nicht in dem Maße gelingen wie geplant und damit das Wachstumstempo und den Margenzuwachs bremsen

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016e	GJ 2017e
Umsatzerlöse	344,89	359,36	376,72
EBITDA (Marge)	6,92 (2,0 %)	15,02 (4,2 %)	21,25 (5,6 %)
EBIT (Marge)	-8,65 (-2,5 %)	6,02 (1,7 %)	12,25 (3,3 %)
Konzernjahresergebnis	-13,25	1,76	6,30
EPS in €	-1,85	0,25	0,88

Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen

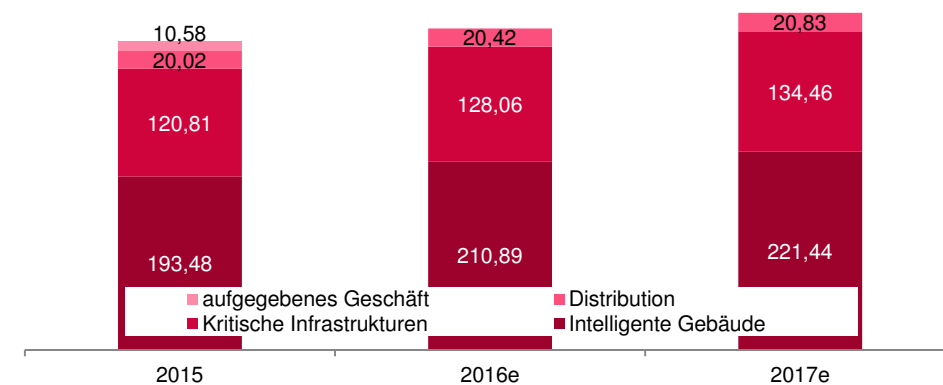
Nach erfolgreicher Umsetzung und bereits weitgehendem Abschluss der strategischen Neuausrichtung des Konzerns hat die euromicron AG unserer Ansicht nach ein solides Fundament geschaffen, auf welchem es in den kommenden Jahren möglich sein sollte profitables Wachstum zu generieren und voranzutreiben. Vor allem die Positionierung als Systemintegrator, in Kombination mit der weitreichenden Technologiekompetenz, sollte dabei eine wichtige Komponente sein.

Mittelfristig plant das Unternehmen wieder Umsatzerlöse in Höhe von 400 Mio. € Umsatz zu erreichen. Dabei sind auch taktische Akquisitionen ein mögliches Wachstumselement, wobei dieses Mittel zunächst vor allem dazu genutzt werden soll, um die technologische Kompetenz weiter zu stärken. Die Devise „Ertrag vor Umsatz“ hat auch in den kommenden Jahren Bestand.

Der Start in das neue GJ 2016 verlief für die euromicron AG sehr vielversprechend. So lag der Auftragseingang im Januar 2016 bei 41,5 Mio. € und damit um 30 % über dem Vorjahresniveau. Dabei gehen wir davon aus, dass die Erfolge der Reorganisation bereits eine Rolle spielen.

Durch die Aufgabe der Geschäftstätigkeit der nicht zum strategischen Kern gehörenden Gesellschaften dürfte der Umsatz in 2016 um rund 10 Mio. € reduziert werden. Gleichzeitig wird dadurch aber auch das Ergebnis gestärkt. Dennoch soll in 2016 ein Umsatzniveau von 350 bis 370 Mio. € erreicht werden. Dabei soll insbesondere im Segment IG ein hoher einstelliger Zuwachs erfolgen. Hierbei sollten sich die in 2015 fertiggestellten Produktneuentwicklungen positiv niederschlagen. Aber auch das Segment KI wird mit einem Zuwachs im mittleren einstelligen Prozentbereich erwartet. Wir gehen daher davon aus, dass im GJ 2016 Umsatzerlöse von 359,36 Mio. € erreicht werden und liegen damit in der mittleren Bandbreite der vom Vorstand ausgegebenen Guidance.

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



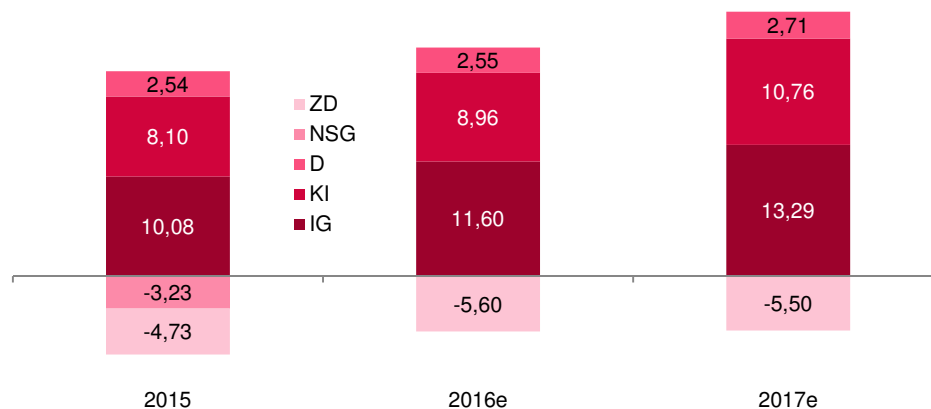
Quelle: GBC

Ergebnisprognosen

Noch deutlicher sollten die positiven Folgen der Reorganisation hinsichtlich der Ertragskraft werden. Neben neuen, margenstarken Produkten, die in 2016 erstmals Umsatzwirksamkeit entfalten, wurden auch die Strukturkosten wesentlich gesenkt. Zudem ist der Rohertrag vor allem im Segment IG wesentlich verbessert zu erwarten, da die verlustfrei bewerteten Aufträge in 2015 abgeschlossen wurden und damit in 2016 keine weiteren Aufträge ohne Deckungsbeitrag abgearbeitet werden müssen. Nicht zuletzt sollte auch der negative Ergebnisbeitrag der nicht strategischen Geschäftseinheiten in 2016 entfallen.

Den größten Wachstumsbeitrag zum EBITDA sollte das Segment IG beisteuern, mit einem Zuwachs des operativen EBITDA um 1,52 Mio. €. Neben dem deutlich erwarteten Umsatzzuwachs sollten insbesondere die neuen Produkte mit guten Margen und positive Effekte aus der Reorganisation zur deutlichen Ergebnisverbesserung in 2016 beitragen. Dabei ist zu berücksichtigen, dass in 2016 nochmals Einmalbelastungen in Höhe von 1,10 Mio. € im Segment IG zu erwarten sind, so dass wir das ausgewiesene EBITDA bei 10,50 Mio. € erwarten, was nach 7,50 Mio. € in 2015 einer deutlichen Steigerung entspricht. Auch im Segment KI erwarten wir einen leichten EBITDA-Anstieg, wenngleich aufgrund der flacheren Umsatzentwicklung nicht in dem Umfang wie im Segment IG.

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



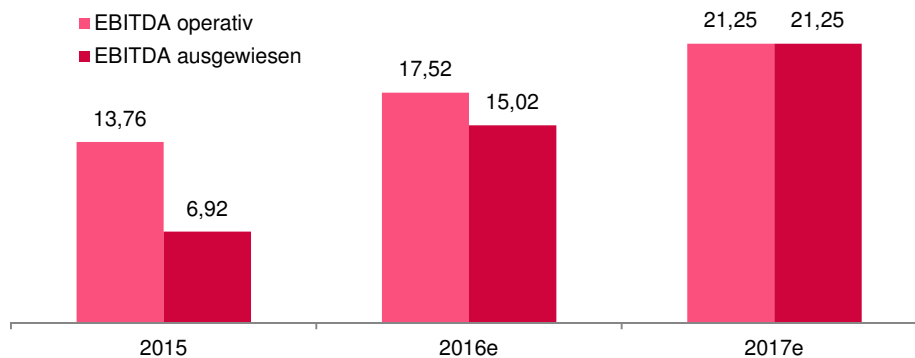
Quelle: GBC; IG=Intelligente Gebäudetechnik, KI= Kritische Infrastrukturen, D=Distributioun, NSG=nicht strategisches Geschäft, ZD=zentrale Dienste

Auch auf Holdingebene werden noch einmal Sonderbelastungen in Höhe von 1,10 Mio. € erwartet, die im Zusammenhang mit der Finalisierung der Reorganisation zu sehen sind. Auch im nicht strategischen Geschäft wird in 2016 noch einmal ein Aufwand in Höhe eines niedrigen sechsstelligen Betrages zur finalen Stilllegung der Gesellschaften anfallen. Insgesamt werden sich die Einmalkosten in 2016 nochmals auf 2-3 Mio. € belaufen und liegen damit maßgeblich unter den Niveaus des Jahres 2015.

Insgesamt rechnen wir daher mit einem ausgewiesenen EBITDA in Höhe von 15,02 Mio. € wobei das operative EBITDA mit 17,52 Mio. € höher ausfallen dürfte. Aber auch das ausgewiesene EBITDA liegt in 2016 gemäß unseren Erwartungen um über 100 % über dem Vorjahresniveau. Die ausgewiesene EBITDA-Marge dürfte sich demnach im gleichen Zuge von 2,0 % in 2015 auf 4,2 % verdoppeln.

Für das GJ 2017 erwarten wir dann keinerlei Einmalbelastungen mehr, so dass dann das ausgewiesene und das operative EBITDA identisch sind. Dabei erwarten wir dann einen Wert in Höhe von 21,25 Mio. €, was einer EBITDA-Marge von 5,6 % entspricht.

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

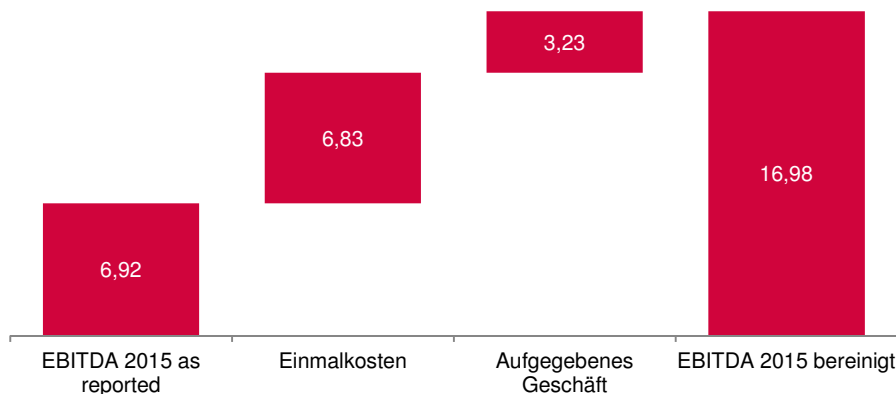


Quelle: GBC

Das mittelfristige Ziel einer EBITDA-Marge von 8-11 % dürfte gemäß unseren Erwartungen in 2017 noch nicht erreichbar sein. Jedoch stufen wir unsere Erwartungen, als auch die Guidance des Managements, als konservativ ein. Deutlich wird dies bei einem Blick auf das Potenzial-EBITDA, also einer Bereinigung des berichteten EBITDA um Einmalkosten, als auch die noch negativen Ergebnisbeiträge durch die vier Tochtergesellschaften, deren Geschäft eingestellt wurde.

Unter einer solchen vollbereinigten Betrachtung wäre das EBITDA bereits in 2015 bei 16,98 Mio. € gelegen, was einer EBITDA-Marge von 4,9 % entspräche. Erst für das GJ 2017 gehen unsere Prognosen von einem Übertreffen dieser Werte für das EBITDA und die EBITDA-Marge aus.

Darstellung des Potenzial-EBITDA (in Mio. €)



Quelle: euromicron, GBC

Bei den Abschreibungen erwarten wir in den kommenden Jahren keine weiteren außerordentlichen Belastungen, insbesondere die Firmenwerte betreffend. Insofern sollte das Abschreibungsniveau in 2016 und 2017 merklich vermindert ausfallen und für einen überproportionalen Anstieg des EBIT sorgen.

Zugleich gehen wir davon aus, dass bereits in 2016 ein leicht positiver Jahresüberschuss erreicht werden kann, welcher sich in 2017 dann auf 6,30 Mio. € erhöhen sollte. Auf Basis der aktuellen Marktkapitalisierung wäre die euromicron AG demnach derzeit mit einem 2017er KGV von knapp 7 bewertet. Angesichts der aussichtsreichen Perspektiven für die kommenden Jahre erscheint uns diese Bewertung nicht zu ambitioniert. Anders ausgedrückt, dürften die Erfolge der Reorganisation nicht ausreichend im Kursverlauf reflektiert worden sein.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die euromicron AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2016 und 2017 in Phase 1, erfolgt von 2018 bis 2023 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 5,75 % 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 1,50 %.**

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 (bisher: 1,79).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,3 % (bisher: 11,1 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 60 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,4 % (bisher: 9,2 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,4 % errechnet. Der gegenüber unserer letzten Researchstudie reduzierte WACC reflektiert die erfolgreiche Umsetzung der Reorganisation und der damit einhergehenden Schaffung der Grundlagen für profitables Wachstum in den kommenden Perioden.

Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2016 entspricht als Kursziel 12,10 €. Den bisherigen fairen Wert von 15,50 € haben wir damit leicht reduziert. Hintergrund dessen ist trotz des niedrigeren WACC der konservative Ansatz der Ziel-EBITDA-Marge von 5,75 %. Sollte sich abzeichnen, dass die euromicron AG die Zielwerte von 8-11 % bei der EBITDA-Marge wieder erreichen kann, begründet sich für den fairen Wert darin ein signifikantes Potenzial nach oben.

DCF-Modell

euromicron AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	5,8%	ewige EBITA - Marge	3,9%
AFA zu operativen Anlagevermögen	6,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	15,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	359,36	376,72	388,02	399,66	411,65	424,00	436,72	449,82	
US Veränderung	4,2%	4,8%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,57	2,75	2,88	3,02	3,16	3,30	3,45	3,61	
EBITDA	15,02	21,25	22,31	22,98	23,67	24,38	25,11	25,86	
EBITDA-Marge	4,2%	5,6%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	
EBITA	6,02	11,75	13,40	14,23	15,07	15,91	16,77	17,64	
EBITA-Marge	1,7%	3,1%	3,5%	3,6%	3,7%	3,8%	3,8%	3,9%	3,9%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-1,81	-3,52	-4,02	-4,27	-4,52	-4,77	-5,03	-5,29	
EBI (NOPLAT)	4,21	8,22	9,38	9,96	10,55	11,14	11,74	12,35	30,0%
Kapitalrendite	2,1%	4,1%	4,8%	5,2%	5,5%	5,8%	6,1%	6,4%	6,6%
Working Capital (WC)	59,39	56,78	58,20	59,95	61,75	63,60	65,51	67,47	
WC zu Umsatz	16,5%	15,1%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	
Investitionen in WC	0,29	2,61	-1,43	-1,75	-1,80	-1,85	-1,91	-1,97	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	140,04	137,04	134,63	132,38	130,27	128,31	126,47	124,75	
AFA auf OAV	-9,00	-9,50	-8,91	-8,75	-8,60	-8,47	-8,34	-8,22	
AFA zu OAV	6,4%	6,9%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	
Investitionen in OAV	-7,99	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	
Investiertes Kapital	199,43	193,81	192,83	192,33	192,02	191,91	191,97	192,22	
EBITDA	15,02	21,25	22,31	22,98	23,67	24,38	25,11	25,86	
Steuern auf EBITA	-1,81	-3,52	-4,02	-4,27	-4,52	-4,77	-5,03	-5,29	
Investitionen gesamt	-12,71	-3,89	-7,93	-8,25	-8,30	-8,35	-8,41	-8,47	
Investitionen in OAV	-7,99	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	
Investitionen in WC	0,29	2,61	-1,43	-1,75	-1,80	-1,85	-1,91	-1,97	
Investitionen in Goodwill	-5,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,50	13,83	10,36	10,47	10,85	11,25	11,67	12,11	137,87

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	137,83	135,53
Barwert expliziter FCFs	59,31	50,44
Barwert des Continuing Value	78,52	85,10
Nettoschulden (Net debt)	58,77	48,19
Wert des Eigenkapitals	79,05	87,35
Fremde Gewinnanteile	-0,44	-0,49
Wert des Aktienkapitals	78,61	86,85
Ausstehende Aktien in Mio.	7,18	7,18
Fairer Wert der Aktie in EUR	10,95	12,10

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,5%
Markttrisikoprämie	5,5%
Beta	1,79
Eigenkapitalkosten	11,3%
Zielgewichtung	60,0%
Fremdkapitalkosten	5,0%
Zielgewichtung	40,0%
Taxshield	21,0%
WACC	8,4%

Kapitalrendite	WACC				
	7,8%	8,1%	8,4%	8,7%	9,0%
6,1%	12,30	11,51	10,81	10,17	9,58
6,3%	13,04	12,21	11,45	10,77	10,16
6,6%	13,78	12,90	12,10	11,38	10,73
6,8%	14,52	13,59	12,75	11,99	11,30
7,1%	15,26	14,28	13,40	12,60	11,88

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:

Felix Gode, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Stellv. Chefanalyst
Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Jörg Grunwald, Vorstand

§ 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