



Researchstudie (Anno)

euromicron

Operativer Break-Even wurde in 2017 erreicht

-

Rentabilitätssteigerungsmaßnahmen wurden eingeleitet

-

Deutliches organisches Wachstum in 2018 erwartet

Kursziel: 11,45 € (bisher: 10,50 €)

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis

sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 20

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

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

Rating: KAUFEN
Kursziel: 11,45 €

Aktueller Kurs: 6,76
29.06.2018 / Xetra

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1K0300
WKN: A1K030
Börsenkürzel: EUCA

Aktienanzahl³: 7,176

Marketcap³: 48,51
Enterprise Value³: 135,77
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 21

Unternehmensprofil

Branche: Technologie

Fokus: Digitalisierung von Infrastrukturen und Vernetzung von IT-Strukturen

Mitarbeiter: 1.833

Gründung: 1998

Firmensitz: Frankfurt am Main

Vorstand: Bettina Meyer, Jörn Trierweiler



Die euromicron Gruppe vereint mittelständische Hightech-Unternehmen aus den Zielmärkten „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 sukzessive 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	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018e	31.12.2019e
Umsatz	325,31	332,91	353,77	364,52
EBITDA	7,39	9,50	13,92	16,81
EBIT	-2,26	1,10	5,17	8,06
Konzernjahresergebnis	-12,66	-3,77	0,05	2,07

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-1,76	-0,53	0,01	0,29
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,42	0,41	0,38	0,37
EV/EBITDA	18,37	14,29	9,75	8,08
EV/EBIT	neg.	123,43	26,26	16,84
KGV	neg.	neg.	970,20	23,43
KBV		0,62		

Finanztermine

09.05.2018: Veröffentlichung Q1-Bericht
13.06.2018: Hauptversammlung
09.08.2018: Veröffentlichung HJ-Bericht
08.11.2018: Veröffentlichung 9M-Bericht
11.12.2018: 26. MKK

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
14.11.2017: RS / 10,50 / KAUFEN
01.09.2017: RS / 10,50 / KAUFEN
09.05.2017: RS / 10,50 / 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 GJ 2017 erzielte die euromicon AG trotz Stilllegungen und Desinvestments Umsatzerlöse in Höhe von 332,91 Mio. € und damit 2,3% mehr als im Vorjahr. Auf bereinigter Basis konnte hierbei der Umsatz aus fortgeführten Geschäftsbereichen um 5,9% auf 328,2 Mio. € (VJ: 309,8 Mio. €) gesteigert werden. Der Anstieg der Konzernumsatzerlöse wurde insbesondere von der positiven Geschäftsentwicklung des zweitgrößten Segments Kritische Infrastrukturen getragen.
- Parallel zur positiven Umsatzentwicklung konnte ebenso das ausgewiesene EBITDA um 28,6% auf 9,50 Mio. € (VJ: 7,39 Mio. €) gesteigert werden. Bereinigt um Sondereffekte aus Reorganisationsmaßnahmen wurde ein operatives EBITDA in Höhe von 13,50 Mio. € erreicht und damit ein Anstieg von 0,30 Mio. € gegenüber dem Vorjahr erzielt. Aufgrund von im Vorjahr angefallenen Einmaleffekten von 2,80 Mio. € (Erträge aus Prozesskostenerstattung und Rückgriffsforderungen gegenüber Altgesellschaftern und Altorganen) konnte das um diese Effekte bereinigte operative EBITDA in 2017 sogar um 3,10 Mio. € (29,8%) zulegen.
- Hervorzuheben ist, dass die vom Management vollzogene strategische Neuausrichtung, v.a. in Bezug auf den Zielmarkt „IoT“ und die Portfoliobereinigung, sich zunehmend positiv in den Kennzahlen niederschlagen. Ebenso werden die eingeleiteten Reorganisationsmaßnahmen zunehmend sichtbar. Die im Geschäftsjahr 2018 eingeleitete Transformationsphase sollte die Rentabilität künftig nochmals erhöhen.
- Für das GJ 2018 erwarten wir die Fortsetzung des eingeschlagenen Wachstumskurses. Konkret rechnen wir mit Umsatzerlösen in Höhe von 353,77 Mio. € und einem ausgewiesenen EBITDA von 13,92 Mio. €. Hierin sind nochmals Sonderkosten, insbesondere im Zusammenhang mit Rechts- und Beratungskosten sowie Konzernfinanzierungskosten auf Ebene der euromicon AG, in Höhe von 2,0 Mio. € enthalten. Auf bereinigter Basis sollte somit ein operatives EBITDA (bereinigt um Sonderkosten) von 15,92 Mio. € erreicht werden können, was einer operativen EBITDA-Marge von 4,5% entspricht. Für das Folgejahr 2019 erwarten wir bei rückläufigen Sonderaufwendungen ein EBITDA von 17,81 Mio. € und hierbei eine EBITDA-Marge von 4,9%.
- **Auf Basis der Prognosen für die GJ 2018 und 2019 haben wir unser Kursziel für die euromicon AG erhöht. Der faire Wert auf der Grundlage unseres DCF-Modells beträgt nun 11,45 € (zuvor: 10,50 €). Die Kurszielerhöhung resultiert aus dem so genannten „Roll-Over-Effekt.“ Auf Basis des aktuellen Kursniveaus ergibt sich daraus unverändert das Rating KAUFEN. Langfristig sind wir davon überzeugt, dass euromicon deutlich höhere EBITDA-Margen als bisher erreichen kann. Die bisherigen Verbesserungen der wesentlichen Kennzahlen untermauern unsere Einschätzung. Des Weiteren sind wir auch überzeugt, dass die verstärkte Positionierung in den Wachstumsmärkten „IoT“ und „Industrie 4.0“ in Kombination mit den anvisierten rentabilitätsfördernden Maßnahmen sich zukünftig deutlich positiv auf die Rentabilität auswirken werden.**

INHALTSVERZEICHNIS

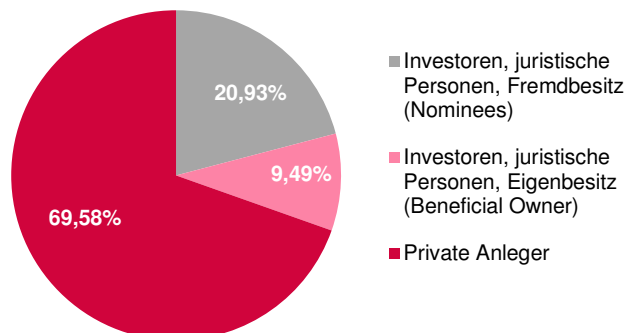
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Gruppenübersicht	4
Markt und Marktumfeld	5
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	7
Kennzahlen im Überblick	7
Geschäftsentwicklung 2017	8
Umsatzentwicklung	8
Ergebnisentwicklung	9
Bilanzielle und finanzielle Situation	12
Geschäftsentwicklung Q1 2018	13
SWOT-Analyse	14
Prognose und Modellannahmen	15
Umsatzprognosen	15
Ergebnisprognosen	16
Bewertung	18
DCF-Modell.....	19
Anhang	20

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

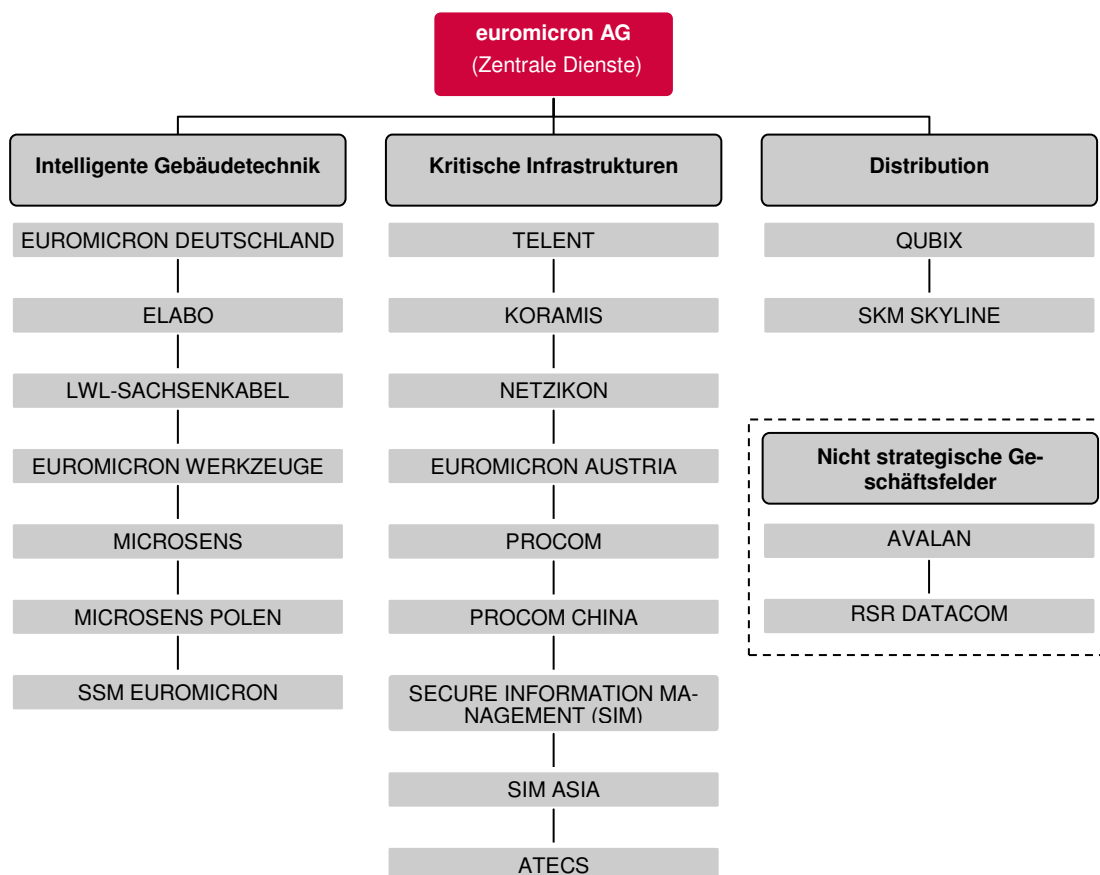
Anteilseigner in %	31.12.2017
Private Anleger	69,58%
Investoren, juristische Personen, Fremdbesitz (Nominees)	20,93%
Investoren, juristische Personen, Eigenbesitz (Beneficial Owner)	9,49%
Summe	100,00%

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.

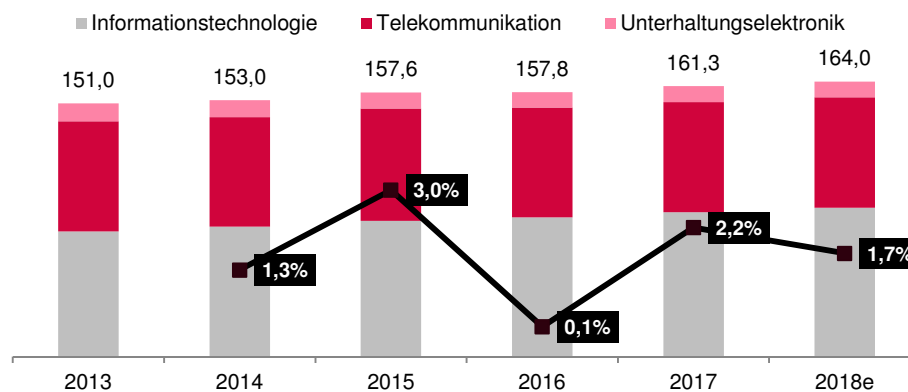


Quelle: euromicron AG; GBC AG

MARKT UND MARKTUMFELD

Der deutsche Markt für Informationstechnologie und Telekommunikation (ITK) inklusive dem Bereich der Unterhaltungselektronik entwickelte sich im Jahr 2017 sehr positiv und konnte einen Anstieg um 2,2% von 157,8 Mrd. € auf 161,3 Mrd. € erzielen. Für das Jahr 2018 wird eine Fortsetzung dieses Trends mit einem weiteren Anstieg von 1,7% auf 164,0 Mrd. € erwartet. Mit einem Wachstum im Jahr 2017 um 3,9% und einem erwarteten Wachstum für das Jahr 2018 um 3,1% von 86,2 Mrd. € auf 88,8 Mrd. € zeigt sich dabei die Informationstechnologie als bestimmender Wachstumstreiber des ITK-Marktes.

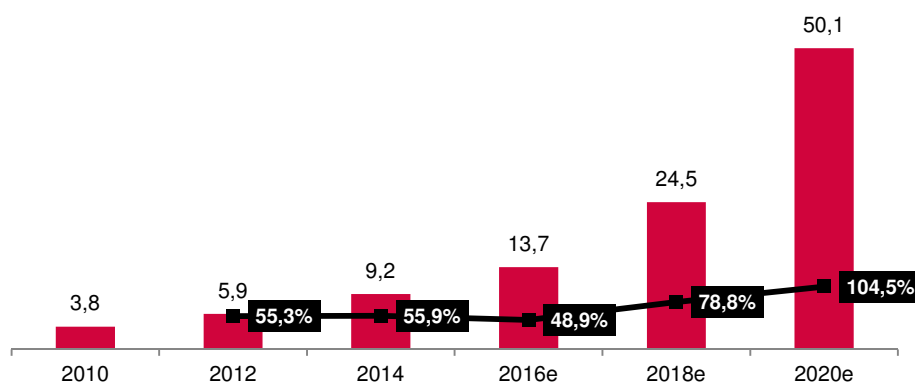
Entwicklung des deutschen ITK-Marktes inkl. Unterhaltungselektronik (in Mrd. €)



Quelle: BITKOM; EITO; GBC AG

Neben dem Bereich der IT-Services, konnte im Jahre 2017 vor allem das Software-Segment mit einem Plus von 6,3% deutlich zulegen. Diese starke Entwicklung der Umsätze mit Software und IT-Dienstleistungen drückt dabei die fortschreitende Digitalisierung der Gesamtwirtschaft aus. Von diesem Trend sollte die euromicron AG in den kommenden Jahren zunehmend profitieren, da der Aspekt der Digitalisierung von Unternehmen, Gebäuden und Infrastrukturen ein zentrales Element ihres Geschäftsmodells darstellt.

Entwicklung des deutschen IOT-Marktes (in Mrd. €)



Quelle: TechNavio; Deloitte AG; GBC AG

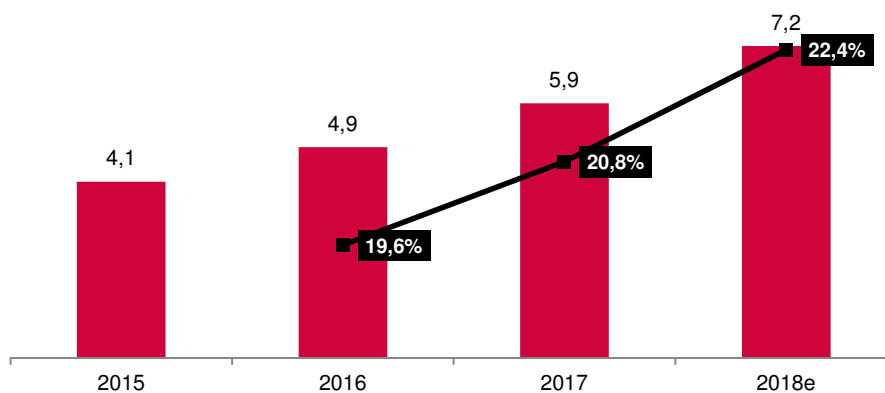
Vor allem das Internet der Dinge (IoT) wird in den kommenden Jahren eine wichtige Rolle einnehmen, wobei die euromicron AG auch hier in eine Vielzahl von Bereichen involviert ist. Auf Grundlage ihres Basisgeschäfts entwickelt die Gesellschaft fortlaufend innovative Lösungen und Geschäftsmodelle für das Internet der Dinge und begleitet damit ihre Kunden in die Digitalisierung. Während der IoT-Markt in Deutschland im Jahre

2016 noch bei einem Volumen von 13,7 Mrd. € gelegen haben dürfte, wird erwartet, dass das Volumen bis zum Jahre 2020 um 265,7% auf 50,1 Mrd. € ansteigen wird. Dies spiegelt das erhebliche Wachstumspotential dieses Marktes wieder. Bereits jetzt profitiert die euromicron zunehmend von IoT-Aufträgen, insbesondere im Segment Kritische Infrastrukturen.

Vor allem der Industrie wird gemäß den Studienautoren von Deloitte für die kommenden Jahre eine erhebliche Mehrwertgenerierung durch das Internet der Dinge prognostiziert. Dabei zeigt sich das verarbeitende Gewerbe durch die hohe Zahl an potentiell vernetzbaren Geräten, Maschinen und Kontrollsystemen mit einem geschätzten Anteil von 10,09 Mrd. € in 2020 als größter Wachstumstreiber im B2B-Bereich. Ähnliche Entwicklungen sind bei Transport- und Versorgungsunternehmen mit einem Anteil von 3,69 Mrd. € bzw. 2,88 Mrd. € oder im Bereich der öffentlichen Hand mit einem Anteil von 2,96 Mrd. € in 2020 zu erwarten.

Im Zuge der digitalen Transformation und der Vernetzung der Entwicklungs-, Produktions- und Serviceprozesse von Unternehmen gewinnt demnach auch der deutsche Industrie 4.0 Markt an Bedeutung. Der Umsatz mit Industrie 4.0 Lösungen entwickelte sich im Jahre 2017 mit einem Wachstum um 20,8% von 4,9 Mrd. € auf 5,9 Mrd. € stark positiv. Bereits im Vorjahr verzeichnete der deutsche Markt in diesem Segment einen rasanten Anstieg in Höhe von 19,6%. Dieser Trend soll trotz des bisher erreichten hohen Niveaus weiter beschleunigt werden. So wird für das Jahr 2018 ein Wachstum um 22,4% auf 7,2 Mrd. € erwartet.

Entwicklung des deutschen Industrie 4.0-Marktes (in Mrd. €)



Quelle: BITKOM; Fraunhofer IAO; GBC AG

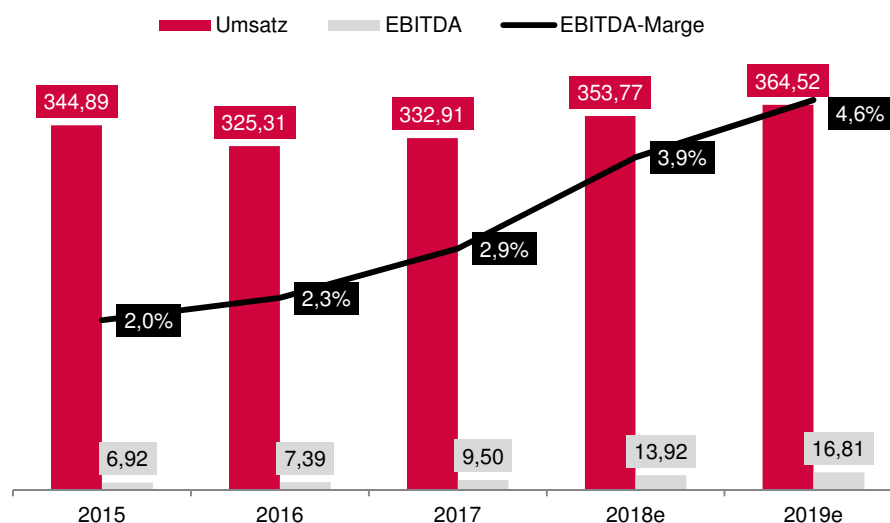
Der deutsche ITK-Markt entwickelte sich in den vergangenen Jahren sehr positiv und konnte ein nahezu kontinuierliches Wachstum verzeichnen. Der IoT- sowie der Industrie 4.0-Markt als Teilbereiche des ITK-Marktes bieten trotz ihrer bisherigen dynamischen Marktentwicklung noch erhebliches Wachstumspotenzial. Die euromicron AG konzentriert sich verstärkt auf diese besonders wachstumsstarken Segmente und sollte hiervon zunehmend profitieren.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2016		GJ 2017		GJ 2018e		GJ 2019e	
Umsatzerlöse	325,31	100,0%	332,91	100%	353,77	100,0%	364,52	100,0%
Bestandsveränderung	-0,86	-0,3%	-0,61	-0,2%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Aktivierete Eigenleistungen	2,81	0,9%	3,39	1,0%	3,00	0,8%	3,00	0,8%
Sonstige betriebliche Erträge	4,50	1,4%	2,19	0,7%	2,50	0,7%	2,50	0,7%
Materialaufwand	-171,51	-52,7%	-172,43	-51,8%	-183,61	-51,9%	-187,73	-51,5%
Rohergebnis	160,25	49,3%	165,44	49,7%	175,66	49,7%	182,29	50,0%
Personalaufwand	-109,06	-33,5%	-112,55	-33,87%	-115,36	-32,6%	-117,09	-32,1%
Abschreibungen	-9,65	-3,0%	-8,41	-2,5%	-8,75	-2,5%	-8,75	-2,4%
sonstige betriebliche Aufwendungen	-43,81	-13,5%	-43,39	-13,0%	-46,38	-13,1%	-48,39	-13,3%
Betriebsergebnis	-2,26	-0,7%	1,10	0,3%	5,17	1,5%	8,06	2,2%
Finanzergebnis	-5,36	-1,6%	-4,65	-1,4%	-4,75	-1,3%	-4,75	-1,3%
EBT	-7,62	-2,3%	-3,55	-1,1%	0,42	0,1%	3,31	0,9%
Ertragssteuern	-4,85	-1,5%	0,05	0,0%	-0,13	0,0%	-0,99	-0,3%
Ergebnis vor Anteilen Dritter	-12,47	-3,8%	-3,51	-1,1%	0,30	0,1%	2,32	0,6%
Minderheitenanteile	-0,19	-0,1%	-0,26	-0,1%	-0,25	-0,1%	-0,25	-0,1%
Konzernjahresergebnis nach Minderheiten	-12,66	-3,9%	-3,77	-1,1%	0,05	0,0%	2,07	0,6%
EBITDA	7,39		9,50		13,92		16,81	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	2,3%		2,9%		3,9%		4,6%	
EBIT	-2,26		1,10		5,17		8,06	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	-0,7%		0,3%		1,5%		2,2%	
Ergebnis je Aktie in €	-1,76		-0,53		0,01		0,29	
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, EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)



Quelle: euromicron AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2017

GuV (in Mio. €)	GJ 2016	Δ zum VJ	GJ 2017
Umsatzerlöse	325,31	+2,3%	332,91
EBITDA (Marge)	7,39 (2,3%)	+28,6%	9,50 (2,9%)
EBIT (Marge)	-2,26 (neg.)	n.A.	1,10 (0,3%)
Konzernjahresergebnis	-12,66	n.A.	-3,77
EPS in €	-1,76	n.A.	-0,53

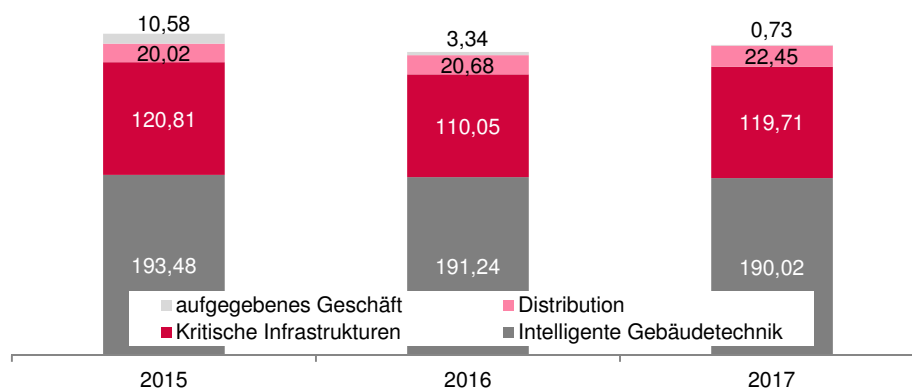
Quelle: euromicron AG; GBC AG

Umsatzentwicklung

Im Geschäftsjahr 2017 hat die euromicron AG die Transformationsphase eingeleitet und hierbei bereits erste positive Ergebnisse erzielt. Im Rahmen dieser Phase soll vor allem die (operative) Profitabilität erhöht sowie die IoT-Konzernstrategie durch Investment (ergänzt durch M&A-Maßnahmen) in diesem Bereich umgesetzt werden. Die verstärkte Ausrichtung auf den IoT-Markt trug bereits erste Früchte. Ebenso konnten die Technologiegesellschaften mit eingeleiteten rentabilitätssteigernden Maßnahmen erste Erfolge erzielen. Die operative Restrukturierung wurde in 2017 weitestgehend abgeschlossen.

Insgesamt konnten im Gesamtjahr 2017 somit sowohl die Umsatzerlöse als auch das operative Betriebsergebnis gesteigert werden und hierbei die Unternehmensprognosen erfüllt werden. Die Umsatzerlöse wurden hierbei trotz Stilllegungen und Desinvestments um 2,3% auf 332,91 Mio. € (VJ: 325,31 Mio. €) und das Betriebsergebnis (EBITDA) um 28,6% auf 9,50 Mio. € (325,31 Mio. €) erhöht. Der Anstieg der Konzernumsatzerlöse wurde maßgeblich von der positiven Umsatzentwicklung des Segments Kritische Infrastrukturen getragen. Bereinigt um Effekte aus dem Verkauf des Geschäftsbereichs Telekommunikation und aus der Stilllegung der RSR KG ergab sich ein Umsatzanstieg um 5,9% auf 328,2 Mio. € (VJ: 309,8 Mio. €) im fortgeführten Kerngeschäft.

Entwicklung der Außenumsatzerlöse nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: euromicron AG; GBC AG

Im Segment Intelligente Gebäudetechnik lagen die Umsätze mit 190,02 Mio. € nur leicht um 1,22 Mio. € oder 0,6% unter dem Vorjahresniveau (191,24 Mio. €). Hauptursächlich hierfür war der veräußerte Geschäftsbereich Telekommunikation der euromicron Deutschland GmbH, dem größten Teilbereich des Segments. Bereinigt um diesen Effekt ergibt sich ein Umsatzwachstum von 3,5%. Daneben wirkten sich Projektverschiebungen bei der euromicron Deutschland GmbH und noch nicht fakturierte Umsätze im Geschäftsfeld Smart Building Solutions (MICROSENS) negativ auf die Segmentumsatzentwicklung aus.

Das zweitgrößte Segment Kritische Infrastrukturen konnte seine Umsatzerlöse im Vergleich zum Vorjahr deutlich um 8,8% auf 119,71 Mio. € (VJ: 110,05 Mio. €) steigern. Dieser dynamische Umsatzverlauf ist insbesondere auf die positive Umsatzentwicklung der telent GmbH zurückzuführen. Daneben wirkte sich der Zukauf der KORAMIS GmbH ebenso positiv auf die Segmentumsätze aus (Umsatzbeitrag: 3,7 Mio. €).

Ebenso positiv entwickelte sich das kleinste Segment Distribution. In diesem konnten die Umsatzerlöse im Vergleich zum Vorjahr um 8,6% auf 22,45 Mio. € erhöht werden. Zu dieser positiven Umsatzentwicklung hat vor allem die Ausweitung der Produktpalette beigetragen. Hier konnten die Managementenerwartungen übertroffen werden.

Insgesamt bleibt festzuhalten, dass die Umsatzentwicklung im GJ 2017 zufriedenstellend war. Zudem schlägt sich die strategische Ausrichtung auf IoT-Märkte verstärkt in den Geschäftszahlen nieder. Die eher verhaltene Geschäftsentwicklung der euromicron Deutschland GmbH hat einer noch positiveren Geschäftsentwicklung entgegengewirkt.

Ergebnisentwicklung

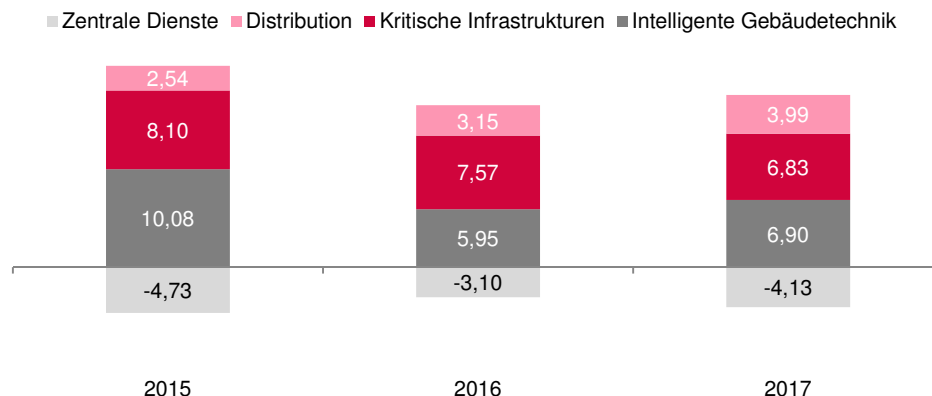
Der erfolgreiche Transformationskurs der euromicron AG sowie die zunehmende Ausrichtung auf dem Wachstumsmarkt IoT spiegelt sich auch in der Ergebnisentwicklung wider. So konnte das operative EBITDA (bereinigt um Reorganisationseffekte) leicht um 0,3 Mio. € auf 13,50 Mio. € gesteigert werden, wobei zu berücksichtigen ist, dass die Gesellschaft im Vorjahr von positiven Einmaleffekten (Erträge aus Prozesskostenerstattung sowie aus Rückgriffsforderungen gegen Altgesellschafter und Altorgane) profitieren konnte. Entsprechend konnte das um Einmaleffekte korrigierte operative EBITDA deutlich um 29,8% auf 13,50 Mio. € (VJ: 10,40 Mio. €) zulegen.

Das Ergebnis im Bereich Intelligente Gebäudetechnik wurde maßgeblich von der euromicron Deutschland beeinflusst. In diesem Teilsegment konnte eine Ergebnisverbesserung im Vergleich zum Vorjahr verzeichnet werden. Zudem ergaben sich auch positive Effekte durch das höhere Umsatzvolumen im Bereich der Testsysteme und Arbeitsplatzlösungen für den Zielmarkt Industrie 4.0. Entgegengesetzt wirkten fehlende Deckungsbeiträge aus den niedrigeren Umsatzerlösen aus Komponentenlieferungen im internationalen Geschäft. In der Summe führte dies zu einem deutlichen Anstieg des operativen EBITDA des Segments um 16,0% auf 6,90 Mio. € (VJ: 5,95 Mio. €).

Gegensätzlich entwickelte sich der zweitgrößte Bereich Kritische Infrastrukturen. Trotz der dargestellten dynamischen Umsatzentwicklung konnte aufgrund eines positiven Einmalertrags (1,10 Mio. €; Rückgriffsansprüche gegenüber Altgesellschaftern) im Vorjahr das operative EBITDA nicht gesteigert werden. So ist das operative EBITDA um 10,8% auf 6,83 € (VJ: 7,57 Mio. €) gesunken. Auf bereinigter Basis ergab sich jedoch eine Steigerung um 0,30 Mio. € auf 7,90 Mio. €.

Positiv entwickelte sich hingegen im vergangenen Geschäftsjahr das Segment Distribution. Durch die positive Umsatzentwicklung in diesem Geschäftsfeld und der deutlich verbesserten Rohertragsmarge des abgesetzten Produktmixes, konnte das operative EBITDA im Vergleich zum Vorjahr um 26,7% auf 3,99 Mio. € (VJ: 3,15 Mio. €) gesteigert werden.

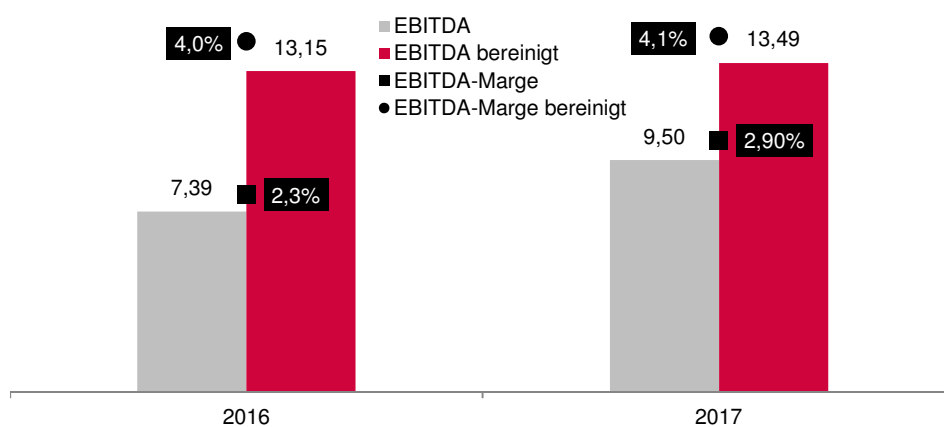
Entwicklung des operativen EBITDA nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: euromicron AG; GBC AG

Entgegengesetzt entwickelte sich das Segment zentrale Dienste (Konzernverwaltung). Das negative EBITDA hat sich hiernach um 1,03 Mio. € auf -4,13 Mio. € (VJ: -3,10 Mio. €) erhöht. Dies ist im Wesentlichen durch den Wegfall positiver Einmaleffekte des Vorjahres (1,7 Mio. €) bedingt. Gegenläufig wurden deutliche Einsparungen im Bereich Sach- und Personalkosten erzielt.

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



Quelle: euromicron AG; GBC AG

Ähnlich wie das Vorjahr, war auch das vergangene Geschäftsjahr 2017 von Sonderaufwendungen im Zusammenhang mit der strategischen Neuausrichtung und der eingeleiteten Transformation geprägt. Diese fielen im GJ 2017 insbesondere in der euromicron AG (zentrale Dienste) und der euromicron Deutschland GmbH an. Dabei resultierten die Reorganisationsaufwendungen im Wesentlichen aus Rechts- und Finanzierungsberatung, Gerichts- und Prozesskosten, Kosten für Personalmaßnahmen sowie sonstige Beratungskosten. In Summe beliefen sich die EBITDA-wirksamen Sonderaufwendungen im vergangenen Geschäftsjahr auf 4,1 Mio. €. Bereinigt um diese Sonderaufwendungen lag das EBITDA im GJ 2017 bei 13,49 € und damit um 2,6% über dem Vorjahreswert von 13,15 Mio. €.

Aufgrund der im Wesentlichen abgeschlossenen Restrukturierung erwarten wir für das aktuelle Geschäftsjahr deutlich niedrigere Ergebnisbelastungen in Höhe von 2,0 Mio. €.

Insgesamt war die Ergebnisentwicklung der euromicron AG aus Unternehmenssicht im abgelaufenen Geschäftsjahr zufriedenstellend, jedoch unterhalb unserer Ergebnisprog-

nosen. Wesentliche Umsatz- und Ergebniskennzahlen konnten verbessert werden. Zudem konnte bei der euromicron Deutschland GmbH eine Ergebnisverbesserung erreicht werden und damit das Konzernergebnis entlastet werden. Darüber hinaus wirkt sich die länger andauernde tiefgreifende Geschäftsweiterentwicklungsphase (Reorganisation/Transformation) ergebnisbelastend aus, jedoch sind die hierbei anfallenden Sonderaufwendungen rückläufig. Hervorzuheben ist, dass trotz eines moderaten Umsatzanstiegs das bereinigte operative Betriebsergebnis (EBITDA) deutlich überproportional angestiegen ist.

Die vom Management eingeleiteten Maßnahmen zur Rentabilitätssteigerung schlagen sich immer deutlicher im Ergebnis nieder. Auch wenn der Umbau und die Weiterentwicklung des Konzerns und die damit verbundenen Ergebnisbelastungen länger andauern als anfänglich erwartet, sehen wir die Technologiesgesellschaft auf dem „richtigen Kurs.“ Die positiven Effekte aus der strategischen Neupositionierung werden zunehmend sichtbar.

Bilanzielle und finanzielle Situation

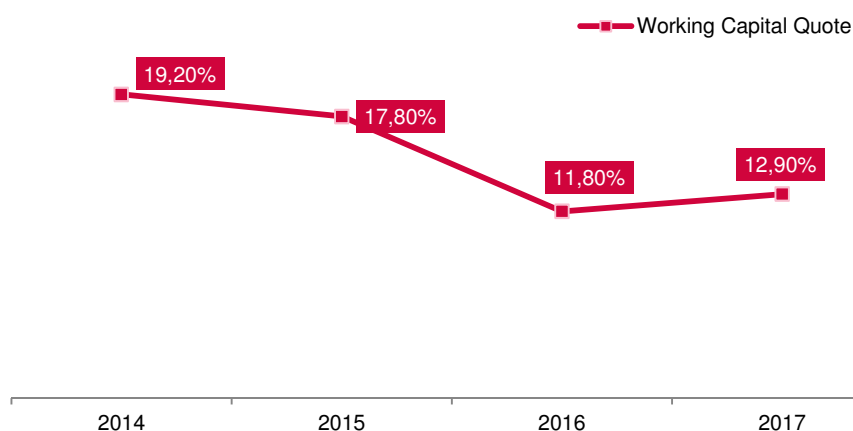
in Mio. €	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
Eigenkapital	97,04	82,36	78,54
EK-Quote (in %)	35,8%	33,7%	31,1%
Zinstragende Verbindlichkeiten	66,50	77,81	92,21
Liquide Mittel	10,72	6,84	4,95
Nettoverschuldung	55,78	70,97	87,26
Operatives Anlagevermögen (inkl. Goodwill)	141,04	140,27	146,33
Net Working Capital	59,67	36,17	40,62

Quelle: euromicron AG; GBC AG

Die allgemeine Geschäftsentwicklung, die Reorganisationsmaßnahmen sowie die strategischen Maßnahmen schlugen sich auch in der Bilanz nieder. So verringerte sich das Eigenkapital aufgrund des Verlusts, der insbesondere durch Reorganisationsmaßnahmen sowie durch den strategischen Konzernumbau verursacht wurde, auf 78,54 Mio. €. Hierdurch sank ebenso die Eigenkapitalquote auf 31,1%. Dennoch ist dies immer noch ein solider Wert.

Aufgrund der aktuell noch defizitären Geschäftslage sowie den hohen Investitionen zur Weiterentwicklung des Konzerns, stiegen die Bankverbindlichkeiten um 14,4 Mio. € auf 92,21 Mio. €. Somit beträgt die Nettoverschuldung aktuell 87,26 Mio. €.

Entwicklung des Working Capitals (in Mio. €)



Quelle: Berechnungen GBC AG

Im Rahmen der strategischen Neuausrichtung der euromicron AG stand in den letzten Jahren auch die Optimierung des Working Capitals (WC) im Fokus. So konnte die WC-Quote (WC/Umsatz) über die letzten Jahre nahezu kontinuierlich gesenkt werden und erreicht aktuell einen Wert von 12,9%. Damit kommt das Unternehmen seinem Zielwert von 10,0% bereits sehr nahe.

Geschäftsentwicklung Q1 2018

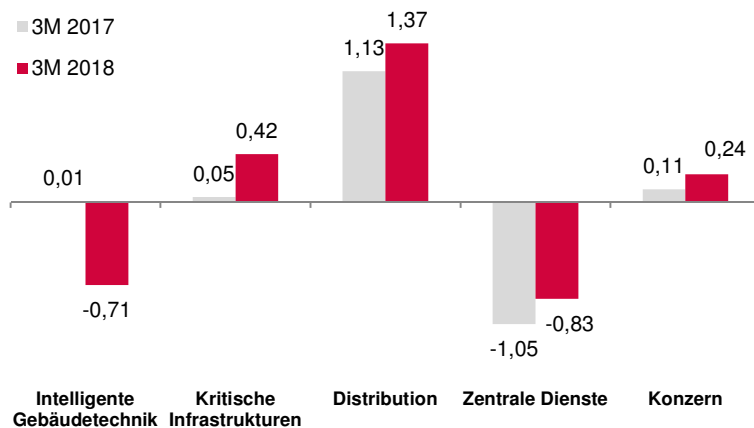
GuV (in Mio. €)	Q1 2017	Delta	Q1 2018
Umsatzerlöse	75,53	-0,6%	75,09
Operative EBITDA (Marge)	0,11 (0,1%)	118,2%	0,24 (0,3%)
Ausgewiesenes EBITDA (Marge)	-0,80 (neg.)	k.A.	-1,03 (neg.)
EBIT (Marge)	-2,92 (neg.)	k.A.	-3,35 (neg.)
Konzernjahresergebnis	-2,76	k.A.	-3,60
EPS in €	-0,39	k.A.	-0,50

Quelle: euromicron AG; *bereinigt um Reorganisation

Erwartungsgemäß haben sich die Umsatzerlöse in den ersten drei Monaten 2018 aufgrund von veräußerten bzw. aufgegebenen Geschäftsbereichen (Umsatzvolumen 3,30 Mio. €) mit -0,44 Mio. € leicht rückläufig entwickelt. Auf bereinigter Basis konnte jedoch ein Umsatzanstieg im fortgeführten Kerngeschäft von 3,8% erzielt werden. Hierbei konnten alle Segmente Umsatzsteigerungen erzielen.

Auch konnte das operative Betriebsergebnis (operative EBITDA) zulegen. So stieg das operative EBITDA von 0,11 Mio. € auf 0,24 Mio. €. Die Ergebnisentwicklung wurde insbesondere von den Segmenten Kritische Infrastrukturen und Distribution getragen, die deutliche Ergebniszuwächse verzeichnen konnten. Gegenläufig entwickelte sich der größte Geschäftsbereich Intelligente Gebäudetechnik mit einem Ergebnisrückgang von 0,01 Mio. € auf -0,71 Mio. €. Hauptursächlich hierfür waren fehlende Deckungsbeiträge aufgrund von unter Vorjahr liegender Umsätze, insbesondere im hochmargigen Geschäftsfeld der Stecker und konfektionierten Steckerverbindungen.

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



Quelle: euromicron AG; GBC AG

Mit Veröffentlichung des Q1-Berichts 2018 hat die euromicron AG die im Rahmen des Geschäftsberichts 2017 herausgegebene Unternehmens-Quidance unverändert belassen. Der Vorstand blickt zuversichtlich auf das laufende Geschäftsjahr und plant künftig die Profitabilität wie angekündigt zu erhöhen und die IoT-Strategie weiter konsequent umzusetzen.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Führendes IT-Unternehmen mit einem flächendeckenden Niederlasungsnetz in Deutschland • Differenzierungsmerkmal durch Kombination aus Kompetenzen in der Systemintegration und bei Technologielösungen, sowie im Bereich Smart Services • Krisenresistentes Geschäftsmodell aufgrund breiter Kundendiversifikation • 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
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 Wachstumspotenziale 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 2017	GJ 2018e	GJ 2019e
Umsatzerlöse	332,91	353,77	364,52
EBITDA (Marge)	9,50 (2,9%)	13,92 (3,9%)	16,81 (4,6%)
EBIT (Marge)	-1,10 (0,3%)	5,17 (1,5%)	8,06 (2,2%)
Konzernjahresergebnis	-3,77	0,05	2,07
EPS in €	-0,53	0,01	0,29

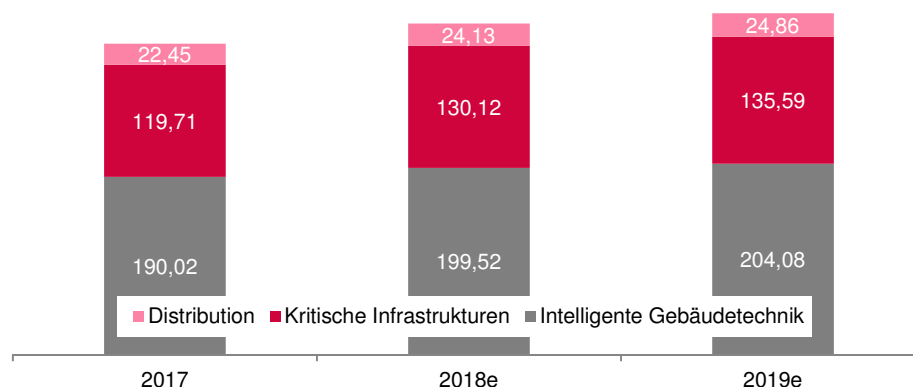
Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen

Die euromicron AG hat in 2017 die Transformationsphase eingeleitet. Diese beinhaltet unter anderem die Forcierung auf profitables Umsatzwachstum. Auch wir gehen davon aus, dass durch die vollzogenen strategischen Maßnahmen und die verstärkte Positionierung auf die Markttrends „IoT“, „Industrie 4.0“, „Smart Services“ eine gute Basis geschaffen worden ist, um eine zukünftige positive Unternehmensentwicklung zu ermöglichen. Vor diesem Hintergrund hat auch die euromicron AG für das laufende Geschäftsjahr eine Ausweitung des bisherigen Geschäftsvolumens in Aussicht gestellt. Entsprechend rechnet das Unternehmen für 2018 mit einem Konzernumsatz in einer Bandbreite von 340,0 bis 360,0 Mio. € (VJ: 332,91 Mio. €). Somit erwartet die Gesellschaft einen moderaten Umsatzanstieg.

Für das Geschäftsjahr 2018 erwarten wir einen Umsatz in Höhe von 353,77 Mio. €, was in etwa dem Erreichen der mittleren Bandbreite der Unternehmensprognose entsprechen würde. Wir gehen davon aus, dass insbesondere der Geschäftsbereich Kritische Infrastrukturen im GJ 2018 durch ansteigende Produktverkäufe, Markteinführungen eigenentwickelter Produkte sowie höhere Umsatzerlöse im ausländischen Systemhausgeschäft sehr dynamisch wächst. Konkret erwarten wir für dieses Segment ein Umsatzwachstum von 8,7% im Vergleich zum Vorjahr auf 130,12 Mio. €.

Erwartete Umsatzentwicklung nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Für das größte Segment Intelligente Gebäudetechnik erwarten wir ein moderates Umsatzwachstum von 5,0% auf 199,52 Mio. €. Erreicht werden soll dies im Rahmen der allgemeinen Marktentwicklung und dem weiteren Ausbau des Innovationsgeschäfts. Ein ebenso deutliches Wachstum kalkulieren wir für das Segment Distribution. Für diesen Bereich rechnen wir aufgrund des verbesserten Produktprogramms mit einem Umsatzanstieg um 7,5% auf 24,13 Mio. €.

Für das Folgejahr 2019 gehen wir von einer Fortsetzung des eingeschlagenen Wachstumskurses aus und rechnen mit einem Umsatzanstieg von 3,0% auf 364,52 Mio. €. Die noch stärkere Positionierung der Technologiesgesellschaft auf die Wachstumsmärkte „IoT“ und „Industrie 4.0“ und der weitere Ausbau des Innovationsgeschäfts sollten hierzu beitragen.

Ergebnisprognosen

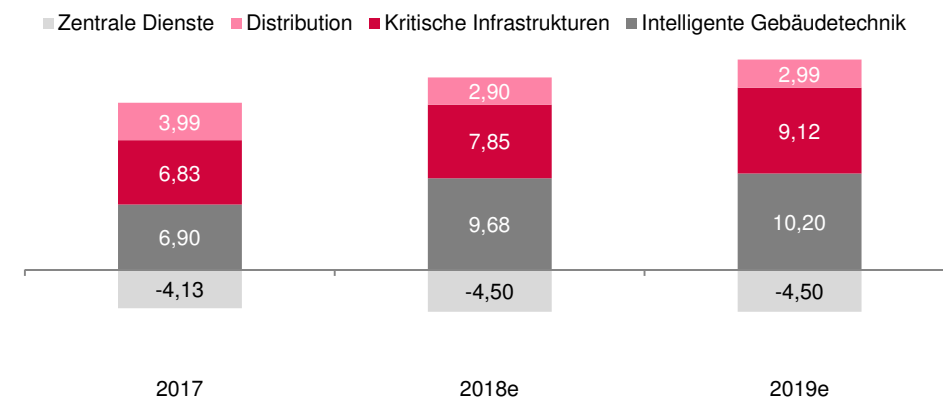
Vor dem Hintergrund der herausgegebenen Umsatzprognose erwartet die euromicron AG für das laufende GJ 2018, wie schon im Vorjahr, eine operative EBITDA-Marge in einer Bandbreite von 4,0% bis 5,0%. Zudem sollen Sonderkosten, insbesondere im Zusammenhang mit Rechts- und Beratungskosten sowie Konzernfinanzierungskosten auf Ebene der euromicron AG in Höhe von rund 2,0 Mio. € anfallen. Somit erwartet die Technologiesgesellschaft eine ausgewiesene EBITDA-Marge zwischen 3,4% und 4,4%.

Wir gehen davon aus, dass die mittlere Prognosespanne erreicht wird und somit im GJ 2018 ein EBITDA in Höhe von 13,92 Mio. € erwirtschaftet wird, was einer EBITDA-Marge von 3,9% gleichkommt. Auf Basis der erwarteten Reorganisationskosten sollte ein operatives EBITDA von 15,92 Mio. € erzielt werden, was einer bereinigten EBITDA-Marge von 4,5% entspricht.

Auf Segment-Ebene sollte insbesondere der Geschäftsbereich Intelligente Gebäudetechnik maßgeblich zu einem höheren operativen EBITDA beitragen. Wir rechnen für dieses Segment mit einem deutlichen Ergebnisanstieg um 40,3% auf 9,68 Mio. €. Wie bereits in der Umsatzprognose dargestellt, soll dies im Zuge der allgemeinen Marktentwicklung und dem weiteren Ausbau des Innovationsgeschäfts gelingen. Hierbei gehen wir davon aus, dass in 2018 erneut Ergebnisbelastungen durch Reorganisationskosten in Höhe von rund 0,50 Mio. € anfallen werden. Entsprechend kalkulieren wir ein ausgewiesenes EBITDA in Höhe von 9,18 Mio. € in diesem Segment.

Im Geschäftsbereich Kritische Infrastrukturen erwarten wir ebenfalls eine dynamische Ergebnisentwicklung, wenngleich nicht so ausgeprägt wie im größten Segment. Parallel zu dem erwarteten deutlichen Umsatzwachstum in diesem Geschäftsfeld durch ein erhöhtes Produktgeschäft, Markteinführungen eigenentwickelter Produkte sowie höhere Umsatzerlöse im ausländischen Systemhausgeschäft, gehen wir von einem Ergebnisanstieg von 14,9% auf 7,85 Mio. € aus. Wir erwarten für diesen Bereich keine Reorganisationsmaßnahmen mehr und kalkulieren somit mit einem ausgewiesenen EBITDA auf gleichem Niveau.

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



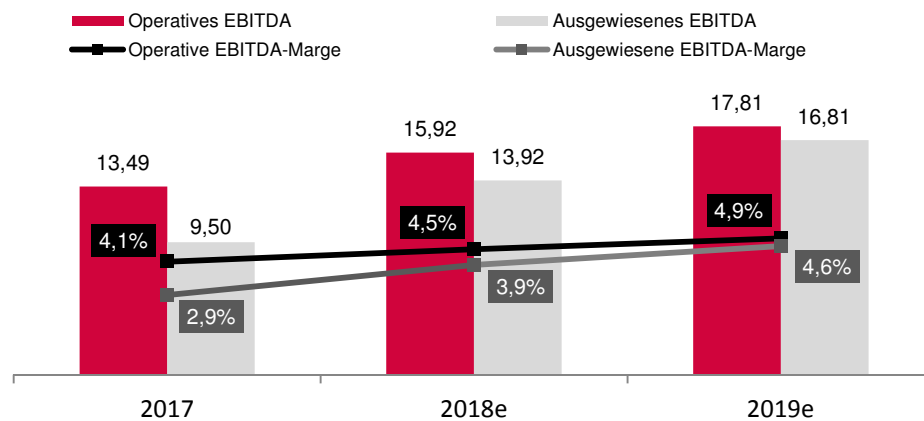
Quelle: GBC AG

Eine entgegengesetzte Ergebnisentwicklung erwarten wir für das Segment Distribution, da wir von einem leichten Rückgang der Rohertragsmarge sowie zusätzlichen Kosten für den weiteren Ausbau des Vertriebs ausgehen. Folglich rechnen wir mit einem EBITDA-Rückgang um rund 27,0% auf 2,90 Mio. €.

Im Segment Zentrale Dienste werden nochmals Sonderaufwendungen im Rahmen von Reorganisationsmaßnahmen in Höhe von 1,50 Mio. € erwartet. Somit rechnen wir für diesen Bereich im GJ 2018 insgesamt mit einem operativen EBITDA von -4,50 Mio. €.

Im darauffolgenden Geschäftsjahr 2019 erwarten wir eine deutliche Ergebnissteigerung aufgrund von rückläufigen Sonderkosten, den eingeleiteten Rentabilitätssteigerungsmaßnahmen sowie dem ausgeweiteten bzw. verbesserten Produkt- und Serviceprogramm.

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



Quelle: GBC AG

Insgesamt spiegeln auch die Finanzkennzahlen die erfolgreiche Neuausrichtung der euromicron AG wider. Auf Basis der bisherigen Reorganisationserfolge und dem noch vorhandenen Effizienzsteigerungspotenzial, sowie Synergienmöglichkeiten zwischen den Tochterunternehmen, sollten deutlich höhere Margen als bisher erreicht werden können. Zumal das Unternehmen auch in der Vergangenheit bewiesen hat, dass zweistellige EBITDA-Margen möglich sind.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die euromicron AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2018 und 2019 in Phase 1, erfolgt von 2020 bis 2025 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 11,07% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 45,0% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,11%.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,11% errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2019 entspricht als Kursziel 11,45 € (zuvor: 10,50 €). Dabei haben wir das aktualisierte Kursziel auf das Geschäftsjahresende 2019 berechnet (bisher 2018), woraus sich typischerweise eine technische Kurszielerhöhung ergibt („Roll-Over-Effekt“).

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	6,0%	ewige EBITA - Marge	4,1%
AFA zu operativen Anlagevermögen	6,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	10,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final End- wert	
	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e		
in Mio. EUR										
Umsatz (US)	353,77	364,52	375,60	387,02	398,79	410,91	423,40	436,27		
<i>US Veränderung</i>	6,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%	
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	2,40	2,50	2,59	2,68	2,77	2,87	2,97	3,07		
EBITDA	13,92	16,81	22,58	23,27	23,97	24,70	25,45	26,23		
<i>EBITDA-Marge</i>	3,9%	4,6%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%		
EBITA	5,17	8,06	13,82	14,56	15,31	16,08	16,86	17,67		
<i>EBITA-Marge</i>	1,5%	2,2%	3,7%	3,8%	3,8%	3,9%	4,0%	4,1%	4,1%	
Steuern auf EBITA zu EBITA	-1,55 30,0%	-2,42 30,0%	-4,15 30,0%	-4,37 30,0%	-4,59 30,0%	-4,82 30,0%	-5,06 30,0%	-5,30 30,0%	-5,30 30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	3,62	5,64	9,68	10,19	10,71	11,25	11,80	12,37		
Kapitalrendite	1,9%	3,0%	5,3%	5,6%	5,8%	6,1%	6,4%	6,7%	6,9%	
Working Capital (WC)	39,22	37,42	37,56	38,70	39,88	41,09	42,34	43,63		
<i>WC zu Umsatz</i>	11,1%	10,3%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%		
<i>Investitionen in WC</i>	1,40	1,80	-0,14	-1,14	-1,18	-1,21	-1,25	-1,29		
Operatives Anlagevermögen (OAV)	147,20	145,95	145,19	144,48	143,81	143,18	142,59	142,04		
<i>AFA auf OAV</i>	-8,75	-8,75	-8,76	-8,71	-8,67	-8,63	-8,59	-8,56		
<i>AFA zu OAV</i>	5,9%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%		
<i>Investitionen in OAV</i>	-9,62	-7,50	-8,00	-8,00	-8,00	-8,00	-8,00	-8,00		
Investiertes Kapital	186,42	183,37	182,75	183,18	183,69	184,27	184,93	185,66		
EBITDA	13,92	16,81	22,58	23,27	23,97	24,70	25,45	26,23		
Steuern auf EBITA	-1,55	-2,42	-4,15	-4,37	-4,59	-4,82	-5,06	-5,30		
Investitionen gesamt	-8,23	-5,70	-8,14	-9,14	-9,18	-9,21	-9,25	-9,29		
<i>Investitionen in OAV</i>	-9,62	-7,50	-8,00	-8,00	-8,00	-8,00	-8,00	-8,00		
<i>Investitionen in WC</i>	1,40	1,80	-0,14	-1,14	-1,18	-1,21	-1,25	-1,29		
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		
Freie Cashflows	4,15	8,69	10,29	9,76	10,21	10,67	11,15	11,64	176,22	

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	163,87	166,83
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	54,93	50,14
<i>Barwert des Continuing Value</i>	108,94	116,69
Nettoschulden (Net debt)	87,86	83,92
Wert des Eigenkapitals	76,01	82,91
Fremde Gewinnanteile	-0,65	-0,71
Wert des Aktienkapitals	75,35	82,20
Ausstehende Aktien in Mio.	7,18	7,18
Fairer Wert der Aktie in EUR	10,50	11,45

Kapitalkostenermittlung:

<i>risikolose Rendite</i>	1,3%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	1,79
Eigenkapitalkosten	11,1%
<i>Zielgewichtung</i>	45,0%
Fremdkapitalkosten	5,0%
<i>Zielgewichtung</i>	55,0%
Taxshield	22,6%
WACC	7,1%

Kapitalrendite	WACC				
	6,5%	6,8%	7,1%	7,4%	7,7%
6,4%	12,28	10,95	9,78	8,74	7,82
6,6%	13,27	11,86	10,62	9,52	8,54
6,9%	14,25	12,76	11,45	10,30	9,27
7,1%	15,23	13,67	12,29	11,08	9,99
7,4%	16,21	14,57	13,13	11,85	10,72

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§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,7,11)

§ 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, Kristina Bauer, Email: bauer@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), Marie-Curie-Straße 24-28, 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:

Marcel Goldman, M.Sc., Finanzanalyst

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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