



Researchstudie (Anno)

euromicron

**Transformationsphase wurde im GJ 2018
erfolgreich abgeschlossen**

-

**Umsatz- und Ergebniswachstum
in 2019 erwartet**

Kursziel: 6,90 € (bisher: 6,90 €)

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 23

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“

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 12.06.2019 (09:51 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 12.06.2019 (10:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2019

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

Rating: Kaufen
Kursziel: 6,90 €

Aktueller Kurs: 3,01 €
11.06.2019 / Xetra
(Schlusskurs)

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1K0300
WKN: A1K030
Börsenkürzel: EUCA

Aktienanzahl³: 7,176

Marketcap³: 21,60
Enterprise Value³: 113,84
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 95,0%

Transparenzlevel:
Prime Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
Pareto Securities AS

Analysten:

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 24

Unternehmensprofil

Branche: Technologie

Fokus: Digitalisierung von Infrastrukturen und Vernetzung von IT-Strukturen

Mitarbeiter: 1.917

Gründung: 1998

Firmensitz: Frankfurt am Main

Vorstand: Bettina Meyer, Dr. Frank Schmitt



Die euromicron AG (euromicron) vereint mittelständische Hightech-Unternehmen aus den Bereichen Digitalisierte Gebäude, Industrie 4.0 und Kritische Infrastrukturen. Verwurzt in Deutschland ist euromicron an 40 Standorten weltweit aktiv. Mit ihrer Expertise in Sensorik, Endgeräten, Infrastrukturen, Plattformen, Software und Services ist euromicron in der Lage, ihren Kunden ganzheitliche Lösungen aus einer Hand anzubieten. Damit unterstützt euromicron Mittelständler, Großunternehmen und Organisationen der öffentlichen Hand, Flexibilität und Effizienz zu steigern, Sicherheitsrisiken vorzubeugen sowie neue Geschäftsmodelle zu entwickeln. Als deutscher Spezialist für das Internet der Dinge (Internet of Things – kurz IoT) versetzt euromicron ihre Kunden in die Lage, Geschäfts- und Produktionsprozesse zu vernetzen und den Weg der Digitalisierung erfolgreich zu beschreiten.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2018	31.12.2019e*	31.12.2020e*	31.12.2021e*
Umsatz	318,01	329,45	340,54	353,01
EBITDA	1,89	18,62	21,25	25,32
EBIT	-7,75	2,20	4,83	8,90
Konzernjahresergebnis	-11,47	-3,81	-1,68	3,14

*inkl. IFRS 16 - Auswirkungen

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-1,60	-0,53	-0,23	0,44
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,36	0,35	0,33	0,32
EV/EBITDA	60,23	6,11	5,36	4,50
EV/EBIT	neg.	51,75	23,57	12,79
KGV	neg.	neg.	neg.	6,88
KBV	0,33			

Finanztermine

27.08.2019: Hauptversammlung
08.08.2019: Veröffentlichung HJ-Bericht
07.11.2019: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
08.01.2019: RS / 6,90 / KAUFEN
20.08.2018: RS / 11,45 / KAUFEN
02.07.2018: RS / 11,45 / KAUFEN
14.11.2017: 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 2018 erzielte die euromicron AG Umsatzerlöse in Höhe von 318,01 Mio. € und damit 4,5% weniger als im Vorjahr. Dieser Rückgang war maßgeblich durch Einmaleffekte (baunahem Geschäft) sowie niedrigere Umsätze in Geschäftsbereichen des Segments Intelligente Gebäudetechnik bedingt. Bereinigt um diese Einmaleffekte betrug der Konzernumsatzrückgang lediglich 1,7%.
- Auf Betriebsergebnis-Ebene hat euromicron im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 ein um Sonderkosten bereinigtes EBITDA in Höhe von 6,50 Mio. € erwirtschaftet und hierbei eine bereinigte EBITDA-Marge von 2,0% erzielt, welche zudem im angepassten Prognosekorridor lag. Das EBITDA in dieser Geschäftsperiode betrug 1,89 Mio. €.
- Hervorzuheben ist, dass die vom Management vollzogene strategische Neuausrichtung (Konzernstrategie „IoT“) sowie die Rentabilitätssteigerungsmaßnahmen sich zunehmend positiv in den operativen Kennzahlen niederschlagen. Die von der Unternehmensführung verfolgte Strategie höherwertige Leistungen (Innovationsgeschäft) zu vermarkten, das Servicegeschäft auszubauen sowie umfassende euromicron Portfoliolösungen zu vertreiben, sollte die Konzernrentabilität zukünftig weiter erhöhen.
- Für das laufende GJ 2019 erwarten wir die Rückkehr auf den Wachstumspfad. Konkret rechnen wir mit Umsatzerlösen in Höhe von 329,45 Mio. € und einem EBITDA in Höhe von 18,62 Mio. €. Die deutliche operative Ergebnisverbesserung sowie der hohe ausgewiesene Auftragsbestand zum Ende des ersten Quartals 2019 in Höhe von 159,81 Mio. € (31.03.2018: 145,64 Mio. €) untermauern hierbei unsere Prognosen für diese Geschäftsperiode.
- Für das Folgejahr 2019 und 2020 rechnen wir mit einer Fortsetzung des Umsatz- und Ergebniswachstums. Entsprechend kalkulieren wir mit einem weiteren Umsatzanstieg auf 340,54 Mio. € (2020) sowie 353,01 Mio. € (2021). Hierbei sollte das EBITDA weiter zulegen auf 21,25 Mio. € (2020) und anschließend auf 25,32 Mio. € (2021).
- **Auf Basis unserer Prognosen für das GJ 2019 sowie die Folgejahre 2020 und 2021 haben wir unser Kursziel für die euromicron AG beibehalten. Der faire Wert auf der Grundlage unseres DCF-Modells beträgt weiterhin 6,90 € (zuvor: 6,90 €). Auf Basis des aktuellen Kursniveaus ergibt sich daraus unverändert das Rating KAUFEN. Langfristig sind wir davon überzeugt, dass euromicron eine deutlich höhere operative Performance als bisher erreichen kann. Hierzu sollten die anvisierten punktuellen Optimierungen einzelner Geschäftsbereiche und die verstärkte Ausnutzung von Synergieeffekten zwischen den Tochtergesellschaften sowie die weitere konsequente Umsetzung der IoT-Konzernstrategie beitragen.**

INHALTSVERZEICHNIS

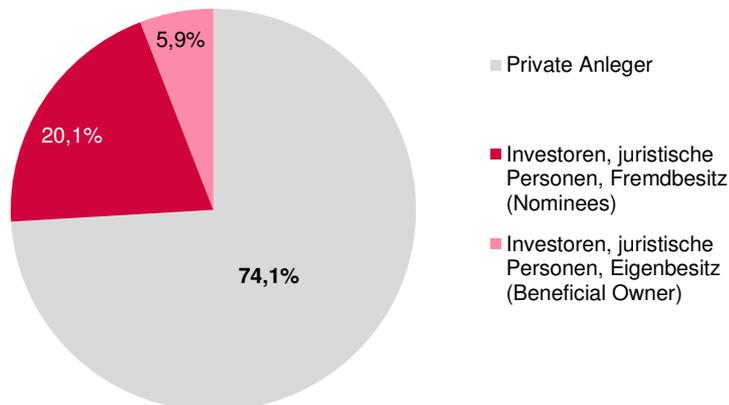
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Gruppenübersicht	4
Markt und Marktumfeld	5
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	8
Geschäftsentwicklung 2018	8
Umsatzentwicklung	8
Ergebnisentwicklung	9
Bilanzielle und finanzielle Situation	12
Geschäftsentwicklung Q1 2019	14
SWOT-Analyse	16
Prognose und Modellannahmen	17
Umsatzprognosen	17
Ergebnisprognosen	18
Bewertung	21
Modellannahmen	21
Bestimmung der Kapitalkosten	21
Bewertungsergebnis	21
DCF-Modell.....	22
Anhang	23

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	31.12.2018
Private Anleger	74,06%
Investoren, juristische Personen, Fremdbesitz (Nominees)	20,07%
Investoren, juristische Personen, Eigenbesitz (Beneficial Owner)	5,87%

Quelle: euromicron AG; GBC AG

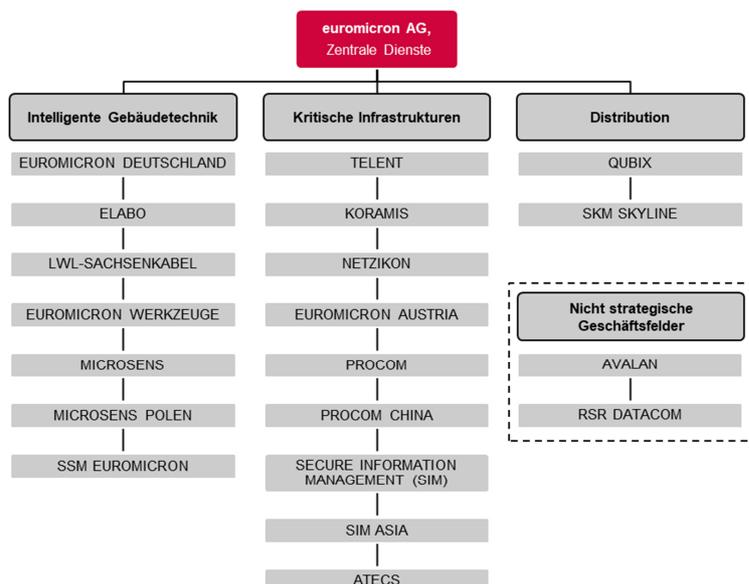


Anteilseigner mit einer Beteiligungs-Quote von über 3,00 %	31.12.2018
Carl Ernst Veit Pass	5,00%
LAZARD FRERES GESTION S.A.S	3,47%
Christian Bischoff	3,04%
Universal-Investment-GmbH	3,01%

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.



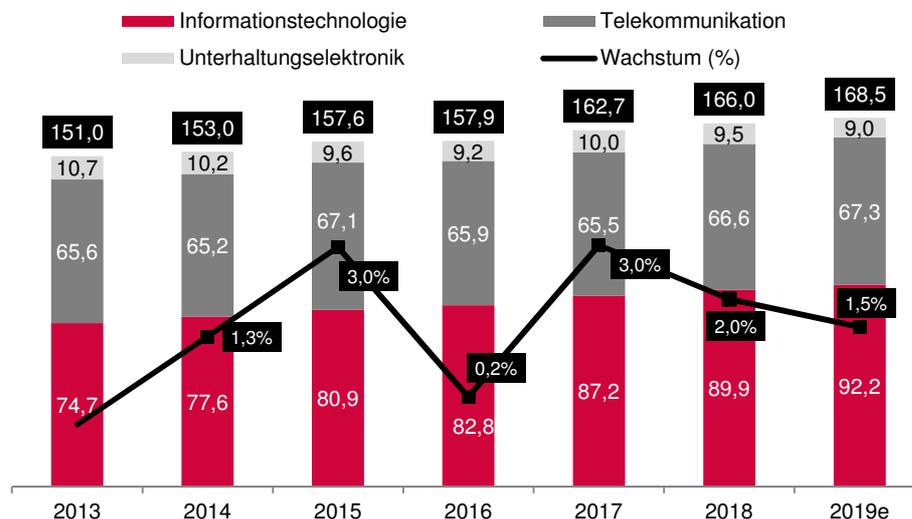
Quelle: euromicron AG; GBC AG

MARKT UND MARKTUMFELD

Der deutsche Markt für Informationstechnologie und Telekommunikation (ITK) inklusive dem Bereich der Unterhaltungselektronik entwickelte sich im Jahr 2018, wie schon in den Vorjahren, sehr positiv und konnte laut dem Branchenverband Bikom eine Zunahme um 2,0% von 162,7 Mrd. € auf 166,0 Mrd. € verzeichnen. Auch für die laufende Periode 2019 rechnen die Branchenexperten mit einer Fortsetzung dieses positiven Trends und erwarten einen weiteren Anstieg von 1,5% auf 168,5 Mrd. €.

Mit einem Wachstum im Jahr 2018 um 3,1% und einem prognostizierten Wachstum für das Jahr 2019 um 2,5% von 89,9 auf 92,2 Mrd. € zeigt sich dabei die Informationstechnologie (Informationstechnik) als bestimmender Wachstumsfaktor bzw. –treiber des ITK-Marktes

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



Quelle: Bitkom; EITO; GBC AG

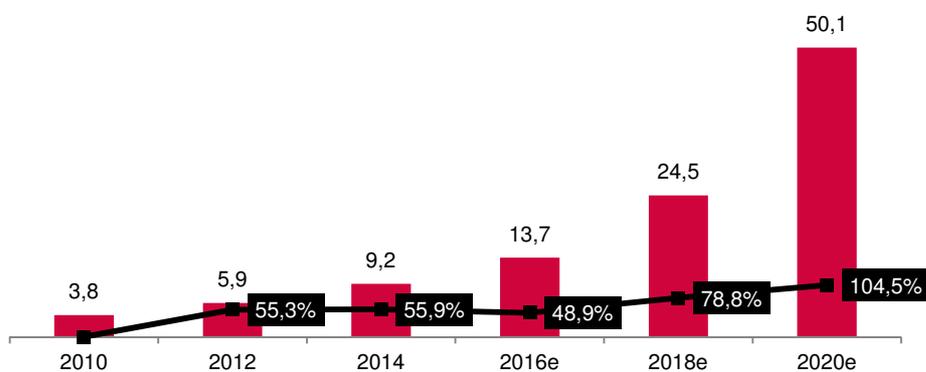
Neben dem Bereich der IT-Services (Anstieg um 2,3%), konnte im Jahre 2018 insbesondere das Software-Segment mit einem Zuwachs von 6,3% deutlich zulegen. Diese positive Marktentwicklung in Bezug auf die Umsätze mit Software und IT-Dienstleistungen spiegelt dabei die fortschreitende Digitalisierung der deutschen Gesamtwirtschaft wider. Von diesem Trend sollte die euromicron AG in den kommenden Jahren zunehmend profitieren, da der Aspekt der Digitalisierung von Unternehmen und öffentlichen Organisationen ein zentrales Element ihres Geschäftsmodells darstellt.

Unseres Erachtens nach bietet der Markt auch deshalb großes Potenzial für den euromicron-Konzern, da viele mittelständische Unternehmen die Digitalisierung ihrer Geschäftsmodelle und die hierfür notwendigen Investitionen nur bisher verhalten angegangen sind.

Im Rahmen der Digitalisierung der Wirtschaft wird vor allem das Internet der Dinge (engl. Internet of Things / IoT) in den kommenden Jahren eine wichtige Rolle einnehmen, wobei euromicron auch hier in einer Vielzahl von Bereichen involviert (bspw. Industrie 4.0 oder Smart City) ist. Auf Grundlage ihres Technologiegeschäfts entwickelt die Gesellschaft fortlaufend innovative Lösungen und Geschäftsmodelle für das Internet der Dinge und begleitet damit ihre Kunden auf eine höhere Digitalisierungsstufe.

Während der IoT-Markt laut Schätzungen der Marktexperten (TechNavio, Deloitte) in Deutschland im Jahre 2018 noch bei einem Volumen von 24,5 Mrd. € gelegen haben dürfte, wird erwartet, dass sich das Volumen bis zum Jahre 2020 auf 50,1 Mrd. € mehr als verdoppeln wird. Laut den Studienautoren von CIO, COMPUTERWOCHE sowie weiteren Studienbeteiligten gewinnt das Internet der Dinge in den deutschen Unternehmen zunehmend an Bedeutung. So hat sich laut ihrer aktuellen IoT-Studie (IoT-Studie 2019) die Zahl der Firmen, die bereits IoT-Projekte umgesetzt haben im Vergleich zur Vorjahresstudie mehr als verdoppelt. Im Rahmen ihrer Befragung haben 44,0% (VJ: 21,0%) der Unternehmen (aus DACH-Region) angegeben, dass sie bereits IoT-Projekte realisiert haben.

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

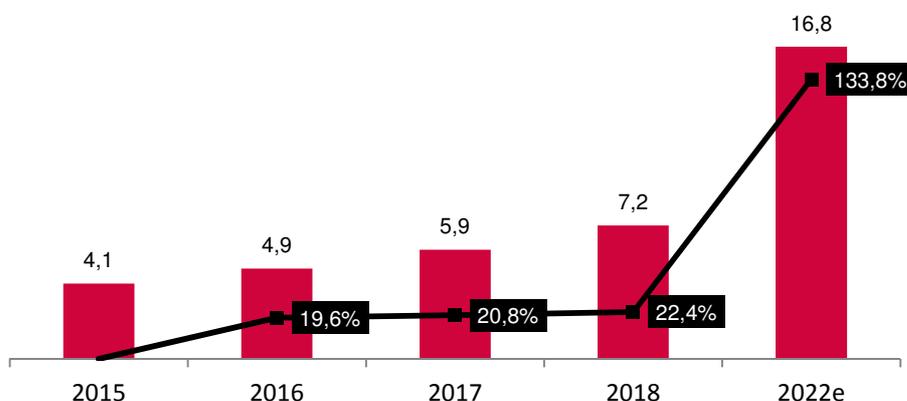


Quelle: TechNavio; Deloitte AG; GBC AG

Dies spiegelt somit das erhebliche Wachstumspotential dieses Marktes wieder. Bereits jetzt profitiert die euromicron zunehmend von IoT-Aufträgen in den Segmenten Intelligente Gebäudetechnik und Kritische Infrastrukturen.

Vor allem für die Industrie wird laut Marktexperten in den kommenden Jahren eine erhebliche Mehrwertgenerierung durch das Internet der Dinge prognostiziert, bspw. in Form einer höheren Produktivität oder geringeren Kosten (Effizienz). Im Zuge der digitalen Transformation und der Vernetzung der Entwicklungs-, Produktions- und Serviceprozesse von Unternehmen gewinnt demnach auch der deutsche Industrie 4.0 Markt verstärkt an Bedeutung.

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



Quelle: BITKOM; eco/Arthur D. Little; GBC AG

Der Umsatz mit Industrie-4.0-Lösungen entwickelte sich gemäß des Branchenverband Bitkom auch im Jahr 2018 sehr positiv. So konnten in dieser Periode die Umsatzerlöse

im Vergleich zum Vorjahr um 22,4% auf 7,2 Mrd. € zulegen. Laut den Marktexperten von eco und Arthur D. Little soll der Umsatz mit Industrie 4.0-Lösungen bis 2022 auf 16,8 Mrd. € weiter rasant zulegen.

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. euromicron konzentriert sich im Rahmen ihrer angebotenen Digitalisierungslösungen auch verstärkt auf diese besonders wachstumsstarken Marktsegmente.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Geschäftsentwicklung 2018

GuV (in Mio. €)	GJ 2017	Δ zum VJ	GJ 2018
Umsatzerlöse	332,91	-4,5%	318,01
EBITDA (Marge)	9,50 (2,9%)	-80,1%	1,89 (0,6%)
EBIT (Marge)	1,10 (0,3%.)	n.A.	-7,75 (neg.)
Konzernjahresergebnis	-3,77	n.A.	-11,47
EPS in €	-0,53	n.A.	-1,60

Quelle: euromicron AG; GBC AG

Umsatzentwicklung

Im Geschäftsjahr 2017 hat die euromicron AG die Transformationsphase eingeleitet und im vergangenen Geschäftsjahr 2018 erfolgreich beendet. Im Rahmen dieser Phase wurde die operative Leistungsfähigkeit in Form eines positiven operativen Cashflows in Höhe von 3,30 Mio. € im Vergleich zum Vorjahr deutlich verbessert (VJ: -1,60 Mio. €). Daneben wurden weitere Investitionen in strategische Geschäftsfelder, wie bspw. Softwarelösungen für „Intelligente Gebäude“ oder Wartungsoptimierungen mit Predictive Maintenance vorgenommen und damit die IoT-Konzernstrategie weiter konsequent verfolgt.

Darüber hinaus hat das Management strukturelle Defizite in einzelnen Geschäftsbereichen des Segments Intelligente Gebäudetechnik identifiziert und entsprechende Anpassungsmaßnahmen vorgenommen, welche bis zum Ende des Geschäftsjahres 2018 abgeschlossen werden konnten. Im Zuge dessen wurden gezielt Führungsebenen, Vertriebssteuerung und Personalstrukturen erneuert.

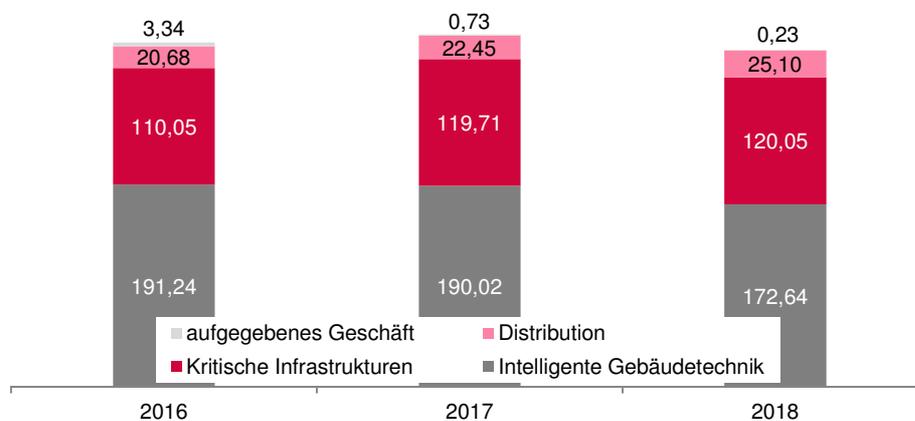
Des Weiteren hat euromicron mit dem ausgewiesenen Digitalisierungsexperten Dr. Frank Schmitt (CTO) sein Vorstandsteam seit Februar 2019 gezielt verstärkt. Der neu zusammengesetzte Vorstand prüft aktuell vor dem Hintergrund der dynamischen Entwicklung der Digitalisierung den strategischen Rahmen des Konzerns auf eventuelle „Feinjustierungen“. Nach Abschluss dieser strategischen Planungsrunden plant die Technologiesgesellschaft die Bekanntgabe einer nochmals geschärften Mittelfriststrategie.

Auf wirtschaftlicher Ebene hat der euromicron-Konzern das Geschäftsjahr 2018 mit Umsatzerlösen in Höhe von 318,01 Mio. € (VJ: 332,91 Mio. €) abgeschlossen, was im Vergleich zum Vorjahr einem Rückgang der Erlöse um 4,5% entspricht. Unsere Umsatzprognosen wurden somit nahezu erreicht. Bereinigt um Einmaleffekte aus baunahem Projektgeschäft betrug der Umsatzrückgang lediglich 1,7%. Damit lagen die im abgelaufenen Geschäftsjahr erzielten Umsatzerlöse innerhalb der im dritten Quartal 2018 angepassten prognostizierten Bandbreite von 310,00 Mio. bis 330,00 Mio. € (Ursprungsprognose: 340,00 Mio. € bis 360,00 Mio. €).

Der Konzernumsatzrückgang wurde dabei maßgeblich durch die um 18,20 Mio. € niedrigeren Umsatzerlöse des Segments Intelligente Gebäudetechnik (Segmentumsatz 2018: 172,64 Mio. €) verursacht, dem größten Konzernsegment. Hierbei wirkten mit -9,20 Mio. € vor allem ungeplante Einmaleffekte aus Vergleichen über Forderungen aus Altprojekten und aus der bis Ende 2018 abgeschlossenen Bereinigung des Projektportfolios im Zuge der Neuausrichtung des baunahen Geschäfts. Zudem ist der Segmentumsatzrückgang mit -8,00 Mio. € auf unter den Erwartungen liegende Umsätze des Geschäftsbereichs Netzwerktechnik zurückzuführen.

In diesem Geschäftsbereich hat die Technologiesgesellschaft im zweiten Halbjahr 2018 einen Umbau der Organisations- und Vertriebsstruktur durchgeführt, der ebenso bis zum Ende des Geschäftsjahres 2018 abgeschlossen wurde.

Entwicklung der Außenumsatzerlöse nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: euromicron AG; GBC AG

Weitere Umsatzrückgänge in Höhe von 4,00 Mio. € resultierten aus der zum 30. April 2017 erfolgten Veräußerung des Geschäftsbereichs Telekommunikation, wodurch die noch in den Vergleichsumsätzen 2017 enthaltenen Umsätze im Geschäftsjahr 2018 entfallen sind. Gegenläufig wirkten insbesondere die Umsatzerlöse des Geschäftsbereichs Starkstrom, welche um 3,80 Mio. € über dem Vorjahresniveau lagen.

Im zweitgrößten Segment Kritische Infrastrukturen bewegten sich die Umsatzerlöse mit 120,05 Mio. € nahezu auf Vorjahresniveau (VJ: 119,71 Mio. €). Hierbei haben sich die unterschiedlichen Geschäftsbereiche dieses Segments (Systemhausgeschäft, Technologiesgeschäft) ausgeglichen.

Das kleinste Segment Distribution konnte erneut einen Umsatzanstieg um 11,8% auf 25,10 Mio. € (VJ: 22,45 Mio. €) erzielen. Für diesen Zuwachs war insbesondere die positive Entwicklung des ausländischen Distributionsgeschäfts verantwortlich.

Darüber hinaus konnte euromicron im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 seinen Auftragsbestand im Vergleich zum Vorjahr deutlich um 17,3% auf 149,14 Mio. € steigern.

Insgesamt bleibt festzuhalten, dass auf bereinigter Umsatzbasis ein nahezu stabiler Konzernumsatz erzielt wurde und die Geschäftsentwicklung des Bereichs Intelligente Gebäudetechnik einem Konzernumsatzanstieg entgegenwirkte. Daneben konnte durch die erfreuliche Auftragslage zum Ende des GJ 2018 eine gute Ausgangsbasis für die zukünftige Geschäftsentwicklung erreicht werden.

Ergebnisentwicklung

Die abgeschlossene Transformationsphase, die notwendigen Reorganisationsmaßnahmen sowie die verstärkte Ausrichtung auf aussichtsreiche, neue Marktsegmente (IoT-Konzernstrategie) haben sich neben der Umsatzentwicklung ebenso in der Ergebnisentwicklung niedergeschlagen.

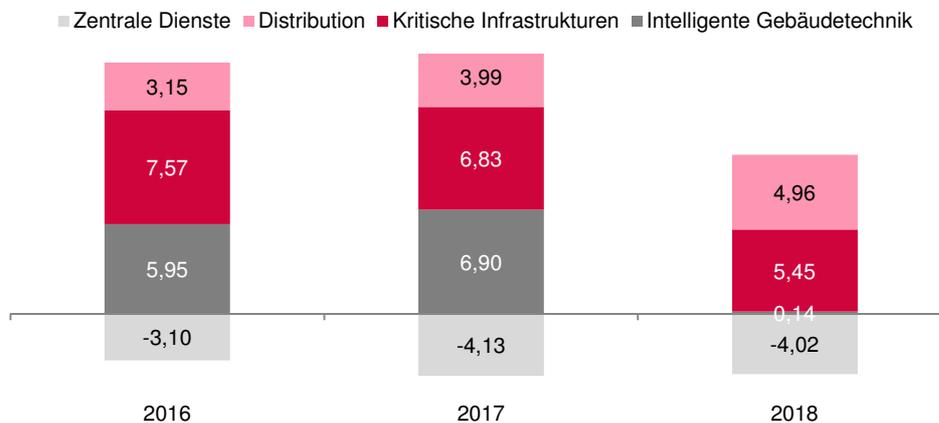
Parallel zum Umsatzrückgang ist somit auch das operative EBITDA (EBITDA bereinigt um Sonderkosten) im Vergleich zum Vorjahr um -6,99 Mio. € auf 6,50 Mio. € gesunken,

was einer operativen EBITDA-Marge von 2,0% entspricht (VJ: 4,1%). Die operative Marge lag damit im angepassten Prognosekorridor des Managements.

Der Rohertrag und damit auch das operative EBITDA wurden durch Einmaleffekte aus Vergleichen über Forderungen aus Altprojekten und der Bereinigung des Projektportfolios im Segment Intelligente Gebäudetechnik belastet. Bereinigt um diesen Effekt konnte der Rohertrag um 2,00 Mio. € gesteigert werden. Dies ist trotz des Umsatzrückgangs auf die um 1,50% verbesserte Materialaufwandsquote zurückzuführen, die sich vor allem aus verbesserten Margen im Produkt- und Lösungsgeschäft sowie im Distributionsgeschäft ergibt.

Somit konnte das um Einmaleffekte aus baunahem Projektgeschäft korrigierte operative EBITDA im Vergleich zum Vorjahr um 18,5% auf 16,00 Mio. € (VJ: 13,50 Mio. €) zulegen. Dies kommt einer bereinigten operativen EBITDA-Marge (bezogen auf um Einmaleffekte bereinigten Konzernumsatz) von 4,9% gleich.

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



Quelle: euromicron AG; GBC AG

Das Betriebsergebnis im größten Geschäftssegment Intelligente Gebäudetechnik wurde maßgeblich durch Einmaleffekte (-9,50 Mio. €) im baunahen Geschäft negativ beeinflusst. Gegenläufig wirkten insbesondere Ergebnissteigerungen um 3,10 Mio. € im Geschäft mit intelligenten Switchen. Das operative EBITDA des Segments sank somit im Vergleich zum Vorjahr um 6,76 Mio. € auf 0,14 Mio. € (VJ: 6,90 Mio. €).

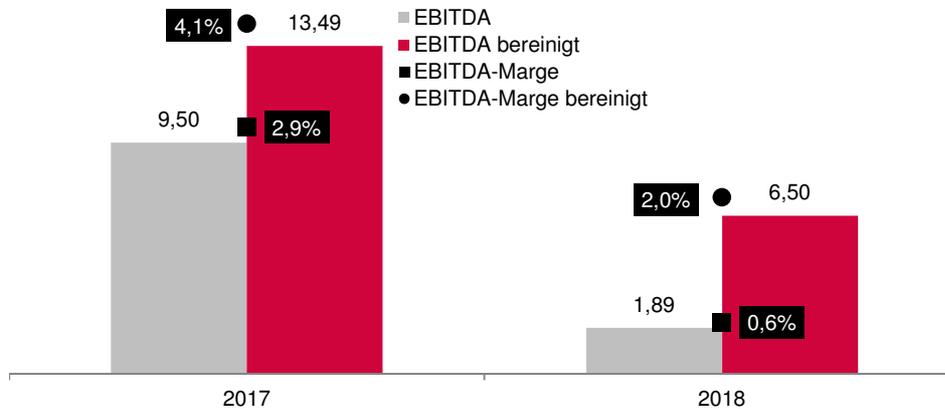
Im zweitgrößten Geschäftssegment musste ebenso ein Ergebnisrückgang hingenommen werden, welcher insbesondere durch fehlende Deckungsbeiträge aus dem geringeren Technologieumsatz bedingt war. Diese konnten nur teilweise durch Deckungsbeiträge aus dem höheren Umsatz der Systemhäuser ausgeglichen werden, da diese Umsätze ein niedrigeres Margenniveau aufweisen. In Summe führte dies zu einem Rückgang des operativen EBITDAs um 20,2% auf 5,45 Mio. € (VJ: 6,83 Mio. €).

Ergebnissteigerungen konnte hingegen das Geschäftssegment Distribution erzielen. So konnte aufgrund einer positiven Geschäftsentwicklung des insbesondere ausländischen Distributionsgeschäfts und einer weiter verbesserten Rohertragsmarge des abgesetzten Produktmixes das operative EBITDA im Vergleich zum Vorjahr um 24,3% auf 4,96 Mio. € zulegen (VJ: 3,99 Mio. €).

Ebenso konnten Ergebnisverbesserungen im Segment Zentrale Dienste (Konzernverwaltung) verzeichnet werden. Das negative operative EBITDA des Bereichs hat sich im Vergleich zum Vorjahr im Wesentlichen durch niedrigere Personalkosten und Einspa-

rungen im Sachkostenbereich leicht um 2,7% auf -4,02 Mio. € (VJ: -4,13 Mio. €) verbessert.

Darstellung des EBITDA und des bereinigten EBITDA (jeweils in Mio. €)



Quelle: euromicron AG; GBC AG

Das Konzernergebnis des vergangenen Geschäftsjahres war wie in den Vorjahren durch Sonderkosten belastet, die im Rahmen der strategischen Neuausrichtung und der abgeschlossenen Transformationsphase angefallen sind. Diese fielen wie im Vorjahr insbesondere in der euromicron AG (Zentrale Dienste) und der euromicron Deutschland GmbH (Intelligente Gebäudetechnik) an. Die Sonderkosten dieser beiden Gesellschaften entfielen im Wesentlichen auf Rechtsberatungskosten, Kosten der Finanzierungsberatung, sonstige Beratungskosten, auf Kosten für Personalmaßnahmen, sowie auf Gerichts- und Prozesskosten, Kosten für Interimsmanager und auf Kosten im Zusammenhang mit der Struktur der Finanzierung.

In Summe beliefen sich die Sonderkosten im abgelaufenen Geschäftsjahr auf 4,61 Mio. € (VJ: 3,98 Mio. €), was einem Anstieg um 15,8% im Vergleich zum Vorjahr entspricht. Bereinigt um diese Sonderkosten lag das EBITDA im GJ 2018 bei 6,50 Mio. € und damit um -6,99 Mio. € unterhalb des Vorjahresniveaus (VJ: 13,49 Mio. €). Hierbei ist jedoch anzumerken, dass dieser deutliche Ergebnismrückgang, wie bereits dargestellt, auf Einmaleffekten im baunahen Geschäft basiert. Hierbei sollte es sich um einen temporären Effekt handeln, welcher sich in der nachfolgenden Geschäftsperiode nicht wiederholt.

Insgesamt lag die Ergebnisentwicklung des euromicron-Konzerns aufgrund der unerwartet höheren Optimierungsmaßnahmen bezüglich der Konzernstruktur und der hiermit verbundenen Sonderkosten unterhalb unserer Ergebnisprognosen. Wir gehen davon aus, dass diese notwendigen Strukturmaßnahmen zu einer deutlichen Ergebnisverbesserung sowie einer verbesserten Ausgangsbasis für weiteres Wachstum in den nachfolgenden Geschäftsperioden führen wird. Darüber hinaus zeigen die bisherigen Rentabilitätssteigerungsmaßnahmen zunehmend Wirkung, was sich auch in einem um Einmaleffekte bereinigten operativen EBITDA wieder spiegelt. Zudem zeigt der hohe Auftragsbestand zum Ende des GJ 2018, dass das Management in der Vergangenheit die richtigen „strategischen Weichen“ für die Gesellschaft gestellt hat und dass der Konzern über eine gute Marktpositionierung verfügt.

Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Eigenkapital	82,36	78,54	66,21
EK-Quote (in %)	33,7%	31,1%	27,2%
Zinstragende Verbindlichkeiten	77,81	92,21	98,79
Liquide Mittel	6,84	4,95	6,55
Nettoverschuldung	70,97	87,26	92,24
Operatives Anlagevermögen (inkl. Goodwill)	140,27	146,33	145,44
Net Working Capital	36,17	40,62	26,42

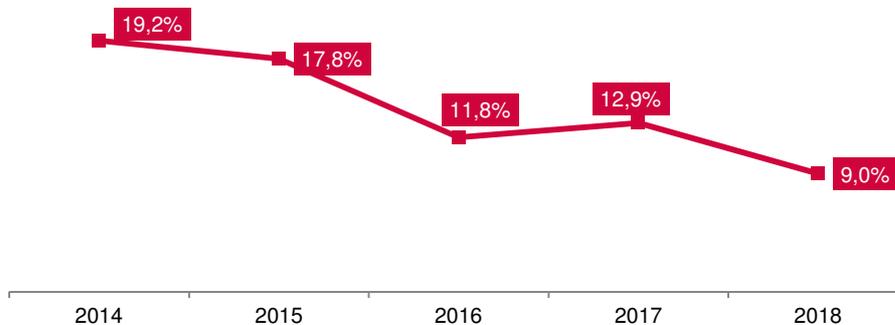
Quelle: euromicron AG; GBC AG

Die allgemeine Geschäftsentwicklung, die bisherigen Optimierungsmaßnahmen bezüglich der Konzernstruktur sowie die strategischen Maßnahmen (Investitionen in Zukunftsfelder etc.) schlugen sich auch in der Bilanz nieder.

Entsprechend verringerte sich das Eigenkapital aufgrund des angefallenen Konzernverlusts, der insbesondere durch Anpassungen der Konzernstruktur und Einmaleffekte im baunahen Geschäft verursacht wurde, auf 66,21 Mio. €. Hierdurch sank ebenso die Eigenkapitalquote auf 27,2%. Trotz dieser rückläufigen Entwicklung bewegt sich die Eigenkapitalquote in dieser Größenordnung auf einem immer noch relativ hohen Niveau.

Durch die hohen Investitionen in die Weiterentwicklung des Technologiekonzerns (Umsetzung IoT-Konzernstrategie) erhöhten sich die zinstragenden Verbindlichkeiten, welche insbesondere die Bankverbindlichkeiten darstellen, um 6,58 Mio. € auf 98,79 Mio. €. Somit beträgt die Nettoverschuldung aktuell 92,24 Mio. €.

Entwicklung der Working Capital-Quote (in %)



Quelle: euromicron; GBC AG

Im Rahmen der strategischen Neuausrichtung des euromicron-Konzerns stand in den letzten Jahren auch die Optimierung des Working Capitals (WC) im Fokus. Hierbei konnte die WC-Quote über die letzten Jahre nahezu kontinuierlich gesenkt werden und erreicht aktuell einen Wert von 9,0%. Hiermit konnte das Unternehmen seinem Zielwert von 10,0% sogar übererfüllen. Zudem hat die deutlich rückläufige WC-Quote zu einer deutlichen Verbesserung des operativen Cashflows (Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit) geführt, welcher zuletzt ein Niveau von 3,35 Mio. € (zum 31.12.2018) erreicht hat (VJ: -1,56 Mio. €).

Hinweis: Die euromicron AG hat ab dem 01.01.2019 erstmals die IFRS 16 (Leasinggeschäfte) Vorgaben umsetzen. Hiernach werden alle Leasing- und Mietverträge als Vermögenswert aktiviert und als Gegenposition eine Schuld in gleicher Höhe passiviert. Gemäß Unternehmensangaben wurden zum 1. Januar 2019 Vermögenswerte für die

Nutzungsrechte an Leasinggegenständen in Höhe von 27,84 Mio. € aktiviert. Auf der Passivseite wurden Leasingverbindlichkeiten in Höhe von 27,93 Mio. € erfasst. Insgesamt ergab sich hierdurch eine Erhöhung der Bilanzsumme um 27,78 Mio. €. Die Eigenkapitalquote ging entsprechend um 2,8% auf 24,4% zurück (zum 31.12.2018: Eigenkapitalquote von 27,2%).

Geschäftsentwicklung Q1 2019

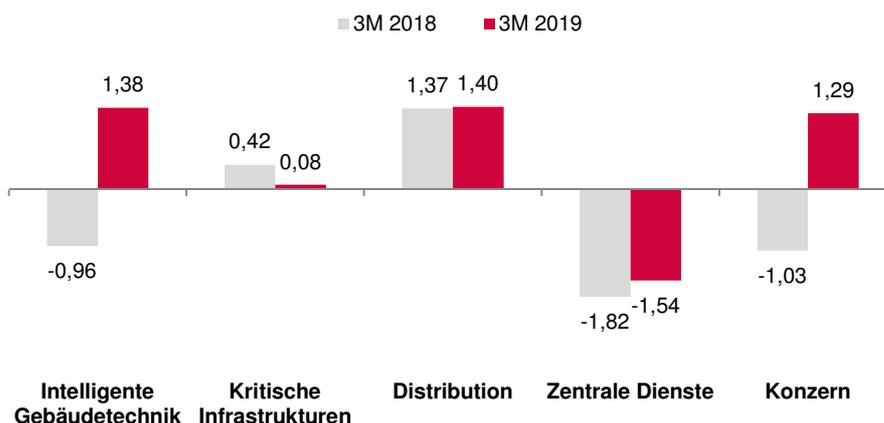
GuV (in Mio. €)	Q1 2018	Delta	Q1 2019
Umsatzerlöse	75,09	-6,4%	70,27
EBITDA vor IFRS 16 (Marge)	-1,03 (neg.)	k.A.	1,29 (1,8%)
EBITDA (Marge)	-1,03 (neg.)	k.A.	3,14 (4,5%)
EBIT vor IFRS 16 (Marge)	-3,35 (neg.)	k.A.	-1,04 (neg.)
EBIT (Marge)	-3,35 (neg.)	k.A.	-0,91 (neg.)
Konzernjahresergebnis	-3,49	k.A.	-1,97
EPS in €	-0,50	k.A.	-0,27

Quelle: euromicron AG

euromicron wendet im Quartalsabschluss 2019, wie im Geschäftsbericht 2018 angekündigt, erstmals den neuen Standard IFRS 16 („Leasingverhältnisse“) an, der eine andere Form der Bilanzierung von Leasingverhältnissen in Unternehmen vorschreibt. Die Technologiegesellschaft hat sich dazu entschieden, auch zukünftig nach dem bisherigen EBITDA (vor IFRS 16) den Konzern zu steuern, da die cash-orientierte Unternehmenssteuerung weiterhin Bestand hat. Daher nimmt das Unternehmen eine zusätzliche Kommentierung und Darstellung von um Leasingeffekte (IFRS 16) bereinigten Ertragskennzahlen (inklusive einer Überleitung zu ausgewiesenen Ertragskennzahlen) vor.

In den ersten drei Monaten des Geschäftsjahres 2019 erwirtschaftete der Technologiekonzern gemäß eigenen Erwartungen Umsatzerlöse von 70,27 Mio. € und musste damit einen Umsatzrückgang um 6,4% hinnehmen. Diese Umsatzentwicklung ist insbesondere auf eine im Vergleich zum Vorjahr veränderte Saisonalität der Umsätze im Segment Kritische Infrastrukturen zurückzuführen. In den beiden weiteren Geschäftssegmenten Intelligente Gebäudetechnik und Distribution wurde eine stabile oder gar moderat wachsende Umsatzentwicklung erzielt. euromicron rechnet damit, dass sich die bisherige geringere Konzernumsatzentwicklung im weiteren Jahresverlauf wieder ausgleicht.

Darstellung des EBITDA (vor IFRS 16, in Mio. €) nach Segmenten



Quelle: euromicron AG; GBC AG

Entgegengesetzt zur Umsatzentwicklung hat sich das Betriebsergebnis (EBITDA vor IFRS 16) entwickelt. So konnte das EBITDA im Vergleich zum Vorjahr mit einem Plus von 1,29 Mio. € (VJ: -1,03 Mio. €) deutlich in den positiven Bereich gedreht werden. Für den Konzernergebnisanstieg war hauptsächlich der deutlich verbesserte Ergebnisbeitrag des Segments Intelligente Gebäudetechnik verantwortlich. Dieser konnte durch die erfolgreichen Strukturmaßnahmen im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 erzielt werden. Darüber hinaus hat das Unternehmen zum Ende des ersten Quartals 2019 einen hohen Auftragsbestand im Volumen von 159,81 Mio. € vermeldet, welcher um 9,7% über dem Vorjahresniveau lag.

Mit Veröffentlichung des Q1-Berichts 2019 hat die euromicron AG die im Rahmen des Geschäftsberichts 2018 herausgegebene Unternehmens-Guidance (Umsatz: 325,0 Mio. € bis 345,0 Mio. €, sowie EBITDA-Marge vor IFRS 16: 4,0 bis 5,5%) beibehalten. Der Vorstand blickt somit positiv auf das laufende Geschäftsjahr und plant die Profitabilität zu erhöhen und die IoT-Konzernstrategie weiter konsequent umzusetzen.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Führendes Technologieunternehmen mit einem flächendeckenden Niederlassungsnetz in Deutschland • Differenzierungsmerkmal durch Kombination aus Kompetenzen in der Systemintegration und bei Technologielösungen, sowie im Bereich Smart Services und IoT • Krisenresistentes Geschäftsmodell aufgrund breiter Kundendiversifikation • Strategische Neuausrichtung trägt bereits erste Früchte • Vollintegrierter Konzern, welcher die gesamte IoT-Wertschöpfungskette am Markt anbieten kann. 	<ul style="list-style-type: none"> • Vergleichsweise hoher Goodwill in der Bilanz, welcher rund 45,0% 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 erlangen mehr und mehr Bedeutung bei Unternehmen. 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 2018	IFRS 16 Effekt	GJ 2019e*	GJ 2020e*	GJ 2021e*
Umsatzerlöse	318,01		329,45	340,54	353,01
EBITDA (Marge)	1,87 (0,6%)	+7,44	18,62 (5,7%)	21,25 (6,2%)	25,32 (7,2%)
EBIT (Marge)	-7,75 (neg.)	+0,52	2,20 (0,7%)	4,83 (1,4%)	8,90 (2,5%)
Konzernjahresergebnis	-11,47	-0,29	-3,81	-1,68	3,14
EPS in €	-1,60		-0,53	-0,23	0,44

Quelle: GBC AG *inkl. IFRS 16 - Auswirkungen

Umsatzprognosen

Der euromicron-Konzern hat laut eigenen Aussagen im abgelaufenen Geschäftsjahr die in 2017 eingeleitete Transformationsphase erfolgreich beendet. Wesentliche Schwerpunkte dieser Unternehmensentwicklungsphase waren die operative Verbesserung von Profitabilität und Cashflow sowie Investitionen in Zukunftsgeschäftsfelder (z.B. Industrie 4.0, Smart Buildings oder Smart Services) zur Umsetzung der IoT-Konzernstrategie.

Im Zuge dessen entwickelt sich der Technologiekonzern zunehmend von einem Anbieter technischer Komponenten hin zu einem Anbieter von digitalen softwarebasierter Lösungen. Das physische Geschäft sowie die technischen Lösungen des Unternehmens werden unseres Erachtens auch in Zukunft noch eine hohe wirtschaftliche Bedeutung haben, da die potenziellen Unternehmenskunden des Technologiekonzerns integrierte, ganzheitliche Lösungen verstärkt nachfragen.

Durch den erfolgreichen Abschluss der Transformationsphase sollte euromicron nun eine bessere Ausgangslage für weiteres Wachstum geschaffen haben. Zudem rechnen wir damit, dass die umgesetzten Rentabilitätssteigerungsmaßnahmen sich positiv auf die zukünftige Ertragslage auswirken.

In Anbetracht dessen hat die euromicron AG für das laufende Geschäftsjahr eine Ausweitung des bisherigen Geschäftsvolumens in Aussicht gestellt. So erwartet das Unternehmen einen Umsatzanstieg auf 325,00 Mio. € bis 345,00 Mio. € (VJ: 318,01 Mio. €). Folglich erwartet das Unternehmen einen spürbaren Umsatzzuwachs.

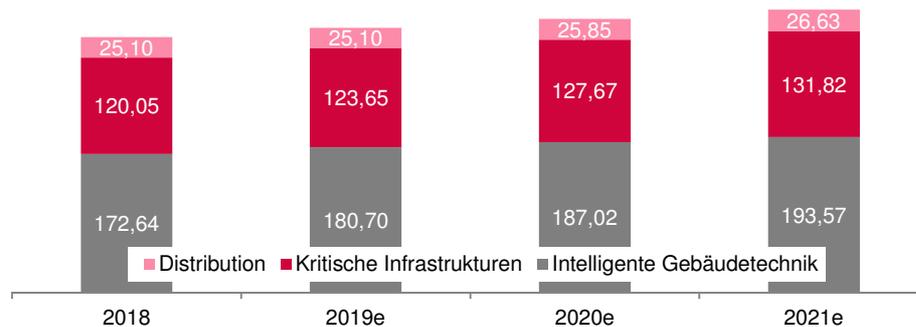
Für das aktuelle Geschäftsjahr 2019 rechnen wir mit einem Umsatzanstieg von 3,6% auf 329,45 Mio. €, was in etwa der unteren Bandbreite der Unternehmensprognose entspricht. Der mit der Veröffentlichung des Quartalsberichts für die ersten drei Monate des Geschäftsperiode 2019 vermeldete hohe Auftragsbestand im Volumen 159,72 Mio. € (VJ: 145,23 Mio. €) untermauert unsere Prognose und stimmt uns positiv in Bezug auf die laufende Geschäftsperiode.

Wir erwarten im Rahmen dessen, dass insbesondere das größte Geschäftssegment Intelligente Gebäudetechnik mit einem moderaten Wachstum maßgeblich zu dieser Entwicklung beiträgt. Unsere Wachstumsprognose basiert hierbei auf der Kapitalisierung einer erwarteten positiven Marktentwicklung sowie dem Wegfall der Sondereffekte des Vorjahres. Konkret kalkulieren wir für dieses Segment mit einem Umsatzwachstum im Vergleich zum Vorjahr von 4,7% auf 180,70 Mio. € (VJ: 172,64 Mio. €).

Für das zweitgrößte Segment rechnen wir ebenso mit einem moderaten Umsatzanstieg. Hierzu sollten spürbar ansteigende Umsätze im Systemhausgeschäft sowie Technologiegeschäft führen. Entsprechend erwarten wir für dieses Segment eine Umsatzzunahme von 3,0% auf 123,65 Mio. € (VJ: 120,05 Mio. €).

In Bezug auf das kleinste Segment Distribution gehen wir von einer stabilen Umsatzentwicklung im Vergleich zum Vorjahr aus. Nachdem sich dieses Segment in der Vergangenheit sehr dynamisch entwickelt hat, rechnen wir nun konservativ mit lediglich einem konstanten Umsatz im Vergleich zum Vorjahr in Höhe von 25,10 Mio. €. Der vom Unternehmen geplante Ausbau des Vertriebs und der Vertriebsorganisation in diesem Geschäftsbereich sollte jedoch zukünftig für neue Umsatzimpulse sorgen.

Erwartete Umsatzentwicklung nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Für die nachfolgenden Geschäftsjahre 2020 und 2021 rechnen wir mit einer Fortsetzung des eingeschlagenen Wachstumskurses und kalkulieren mit einem weiteren Konzernumsatzanstieg auf 340,54 Mio. € und 353,01 Mio. €. Die noch stärkere Ausrichtung der Technologiegesellschaft auf die Wachstumsmärkte „IoT“ und „Industrie 4.0“ sowie der weitere Ausbau des Innovationsgeschäfts (Smart Services etc.) sollten hierzu beitragen.

Hinweis: Aufgrund der erstmaligen Anwendung des IFRS 16 – Standards (Leasingverhältnisse), wird die GuV und damit die Ergebnissituation durch diese neue Bilanzierungsvorgabe geprägt sein. Gemäß unseren Berechnungen wird das EBITDA, aufgrund der Herausnahme der Miet- und Leasingzahlungen, um 7,44 Mio. € höher ausfallen als bislang. Dem steht aber ein deutlicher Anstieg der Abschreibungen (GBCe: um 6,92 Mio. €) und des Finanzergebnisses bedingt durch die höheren Zinsaufwendungen (GBCe: um 0,92 Mio. €) gegenüber, so dass das Konzernergebnis um 0,29 Mio. € niedriger ausfallen dürfte. Diesen Effekt haben wir in unseren Prognosen berücksichtigt, in unserem DCF-Modell haben wir die nicht liquiditätswirksamen Komponenten jedoch eliminiert.

Ergebnisprognosen

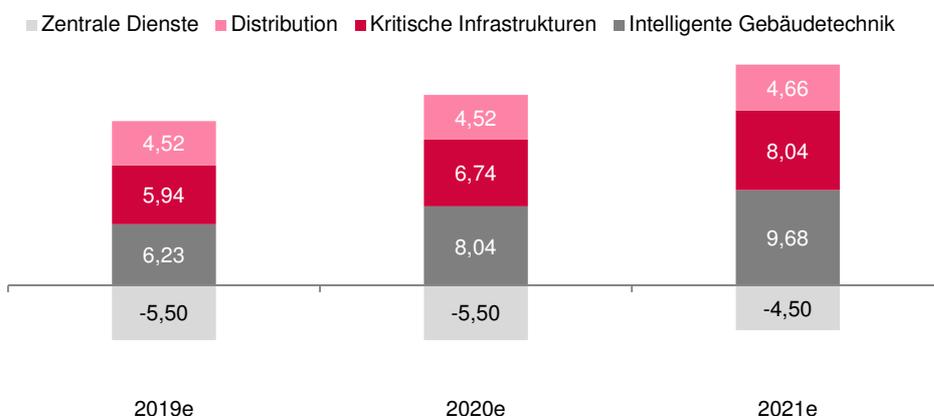
Auf Basis der herausgegebenen Umsatzprognose erwartet die euromicron AG für das aktuelle Geschäftsjahr 2019 eine EBITDA-Marge von 4,0% bis 5,0% und damit in Verbindung mit der verkündeten Umsatz-Guidance ein EBITDA (vor IFRS 16 – Effekten) in einer Bandbreite von 13,00 Mio. € bis 17,25 Mio. €. Da wir den IFRS 16 Effekt auf das EBITDA auf rund +7,50 Mio. € schätzen, gehen wir davon aus, dass euromicron ein EBITDA in einer Bandbreite von ca. 20,50 Mio. € bis 24,75 Mio. € für die aktuelle Geschäftsperiode erwartet. Dies würde einer EBITDA-Marge von 6,3% bis 7,2% entsprechen. Wir rechnen für das laufende Geschäftsjahr 2019 konservativ damit, dass ein EBITDA von 18,62 Mio. € erzielt wird, was einer EBITDA-Marge von 5,7% gleich kommt. Bereinigt um den erwarteten IFRS 16-Effekt sollte ein EBITDA (EBITDA vor IFRS 16) in Höhe von 11,18 € erwirtschaftet werden können.

Auf Segment-Ebene sollte insbesondere das Geschäftssegment Intelligente Gebäudetechnik zu einem höheren Konzern-EBITDA (vor IFRS 16) beitragen. Wir rechnen für diesen Geschäftsbereich aufgrund der positiven Marktentwicklung sowie den in 2018

vorgenommenen Strukturoptimierungsmaßnahmen (auf Führungsebene, im Personalbereich, im Vertrieb) sowie dem Wegfall von Einmaleffekten mit einem im Vergleich zum Vorjahr deutlich verbesserten EBITDA (vor IFRS 16) in Höhe von 6,23 Mio. € (VJ: -1,89 Mio. €). Folglich sollte die EBITDA-Marge dieses Segments im Vergleich zum Vorjahr mit 3,4% in den positiven Bereich übergehen.

Eine ebenso positive Ergebnisentwicklung erwarten wir für den Bereich Kritische Infrastrukturen, wenngleich nicht so deutlich ausgeprägt wie im größten Segment. Parallel zu dem erwarteten moderaten Umsatzzuwachs kalkulieren wir in diesem Geschäftsbereich mit einem EBITDA-Anstieg (vor IFRS 16) um rund 9,0% auf 5,94 Mio. € (VJ: 5,45 Mio. €). Im Zuge dessen sollte die EBITDA-Marge im Vergleich zum Vorjahr leicht auf 4,8% (VJ: 4,5%) zulegen.

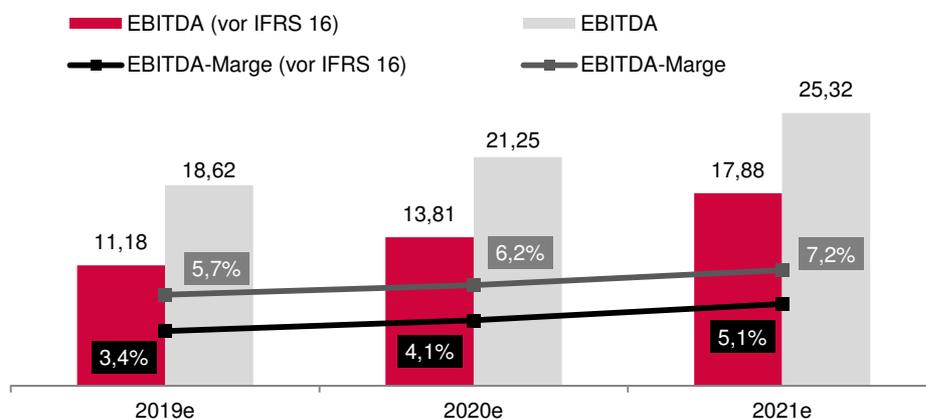
Erwartete Entwicklung des EBITDA nach Segmenten (vor IFRS 16, in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Eine rückläufige Ergebnisentwicklung erwarten wir hingegen für das Segment Distribution. In diesem Geschäftsfeld rechnen wir aufgrund der geplanten Investitionen in den Ausbau des Vertriebs und der Vertriebsorganisation mit einem Rückgang des EBITDAs (vor IFRS 16) um 8,9% auf 4,52 Mio. € (VJ: 4,96 Mio. €). Trotz eines erwarteten Betriebsergebnisrückgangs sollte sich die EBITDA-Marge mit prognostizierten 18,0% weiterhin auf einem hohen Niveau bewegen (VJ: 19,8%). Für den Bereich Zentrale Dienste (Konzernverwaltung) kalkulieren wir mit einem negativen EBITDA (vor IFRS 16) in Höhe von 5,50 Mio. €.

Erwartete Entwicklung des EBITDA und der EBITDA-Marge (in Mio. € / in %)



Quelle: GBC AG

In den darauffolgenden Geschäftsjahren 2020 und 2021 rechnen wir mit einer weiteren Ergebnissteigerung aufgrund des erwarteten weiteren Umsatzanstiegs, einsetzenden Skaleneffekten, verstärkten Synergieeffekten sowie der geplanten Ausweitung bzw. Verbesserung des Leistungsangebots. Entsprechend sollte sich das Konzern-EBITDA (vor IFRS 16) weiter auf 13,81 Mio. € und anschließend auf 17,88 Mio. € erhöhen.

Insgesamt sollte es der euromicron gelingen, von den verstärkten Investitionen der Unternehmen in den Bereichen „Digitalisierung“ und „IoT“ sowie „Industrie 4.0“ zu profitieren. Hierbei erwarten wir, dass euromicron mit ihrem breiten Leistungsangebot an kundenspezifischen Digitalisierungslösungen, welche ebenso die IoT-Wertschöpfungskette umfassen, besonders bei den Unternehmenskunden punkten sollte.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die euromicron AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2019 und 2021 in Phase 1, erfolgt von 2022 bis 2026 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 3,00%. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 8,00% angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,00% 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 2,00%.

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 1,00% (zuvor: 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 10,82% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 35,00% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,52% (zuvor: 7,11%). Die Erhöhung der gewogenen Kapitalkosten resultiert hierbei insbesondere aus höheren Fremdkapitalkosten, der gesunkene risikolose Zinssatz wirkt jedoch gegenläufig.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,52% errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2019 entspricht als Kursziel 6,90 € (zuvor: 6,90 €).

Hinweis: Unsere Kurszielbeibehaltung trotz höheren Kapitalkosten basiert auf dem Umstand der turnusgemäßen Einbeziehung der nächsten Schätzperiode in unser Bewertungsmodell sowie einer langfristig erwarteten höheren operativen Performance.

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	8,0%	ewige EBITA - Marge	4,4%
AFA zu operativen Anlagevermögen	11,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	10,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	329,45	340,54	353,01	363,60	374,51	385,74	397,32	409,24	
US Veränderung	3,6%	3,4%	3,7%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,08	2,26	2,48	2,70	2,93	3,17	3,42	3,67	
EBITDA	18,62	21,25	25,32	29,09	29,96	30,86	31,79	32,74	
EBITDA-Marge	5,7%	6,2%	7,2%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
EBITA	2,20	4,83	8,90	13,45	15,16	16,81	18,40	19,95	
EBITA-Marge	0,7%	1,4%	2,5%	3,7%	4,0%	4,4%	4,6%	4,9%	4,4%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,66	-1,45	-2,67	-4,03	-4,55	-5,04	-5,52	-5,98	
EBI (NOPLAT)	1,54	3,38	6,23	9,41	10,61	11,77	12,88	13,96	30,0%
Kapitalrendite	0,9%	1,7%	3,3%	5,3%	6,2%	7,1%	8,0%	8,9%	8,5%
Working Capital (WC)	36,24	35,76	37,07	36,36	37,45	38,57	39,73	40,92	
WC zu Umsatz	11,0%	10,5%	10,5%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Investitionen in WC	-9,82	0,48	-1,31	0,71	-1,09	-1,12	-1,16	-1,19	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	158,52	150,60	142,18	134,54	127,74	121,69	116,30	111,51	
AFA auf OAV	-16,42	-16,42	-16,42	-15,64	-14,80	-14,05	-13,39	-12,79	
AFA zu OAV	10,4%	10,9%	11,5%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	
Investitionen in OAV	-29,50	-8,50	-8,00	-8,00	-8,00	-8,00	-8,00	-8,00	
Investiertes Kapital	194,76	186,36	179,25	170,90	165,19	160,26	156,04	152,43	
EBITDA	18,62	21,25	25,32	29,09	29,96	30,86	31,79	32,74	
Steuern auf EBITA	-0,66	-1,45	-2,67	-4,03	-4,55	-5,04	-5,52	-5,98	
Investitionen gesamt	-18,92	-15,46	-16,75	-14,73	-16,53	-16,56	-16,60	-16,63	
Investitionen in OAV	-29,50	-8,50	-8,00	-8,00	-8,00	-8,00	-8,00	-8,00	
Investitionen in WC	-9,82	0,48	-1,31	0,71	-1,09	-1,12	-1,16	-1,19	
Bereinigung IFRS 16	20,40	-7,44	-7,44	-7,44	-7,44	-7,44	-7,44	-7,44	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-0,96	4,34	5,90	10,32	8,88	9,25	9,67	10,12	179,41

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	150,88	157,88
Barwert expliziter FCFs	42,88	41,76
Barwert des Continuing Value	108,00	116,12
Nettoschulden (Net debt)	100,49	103,02
Wert des Eigenkapitals	50,39	54,86
Fremde Gewinnanteile	-0,85	-0,92
Wert des Aktienkapitals	49,54	53,94
Ausstehende Aktien in Mio.	7,18	7,18
Fairer Wert der Aktie in EUR	6,90	7,52

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,79
Eigenkapitalkosten	10,8%
Zielgewichtung	35,0%
Fremdkapitalkosten	6,7%
Zielgewichtung	65,0%
Taxshield	14,3%
WACC	7,5%

Kapitalrendite	WACC				
	6,9%	7,2%	7,5%	7,8%	8,1%
8,0%	8,06	6,83	5,75	4,78	3,91
8,2%	8,74	7,46	6,32	5,31	4,41
8,5%	9,41	8,08	6,90	5,85	4,91
8,7%	10,09	8,71	7,48	6,39	5,41
9,0%	10,76	9,33	8,06	6,93	5,91

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 Studienstellung 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

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