



Researchstudie (Update)

euromicron
Aktiengesellschaft

**Gutes Q2 2013 mit EBITDA-Marge von 9,6 % -
Integrationsmaßnahmen werden
planmäßig umgesetzt -
Kursziel leicht angehoben**

Kursziel: 26,50 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 11

Fertigstellung: 19.8.2013

Erstveröffentlichung: 20.8.2013

Kaufen

Kursziel: 26,50

aktueller Kurs: 16,60
13.8.2013 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1K0300

WKN: A1K030

Börsenkürzel: EUCA

Aktienanzahl³: 6,664

Marketcap³: 110,62
EnterpriseValue³: 190,61
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 92,1 %

Transparenzlevel:
Prime Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
EQUINET AG
CBS

Analysten:

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite 13

euromicron AG ^{*5}

Unternehmensprofil

Branche: Technologie

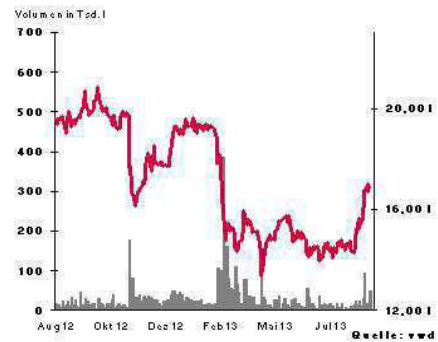
Fokus: Netzwerk- und
Lichtleiterwellentechnologie

Mitarbeiter: 1759 Stand: 30.6.2013

Gründung: 1998

Firmensitz: Frankfurt am Main

Vorstand: Dr. Willibald Späth, Thomas
Hoffmann



Die euromicron AG ist ein Komplett-Lösungsanbieter für Kommunikations-, Übertragungs-, Daten- und Sicherheitsnetzwerke. Die Netzwerk-Infrastrukturen von euromicron integrieren Sprach-, Bild- und Datenübertragungen drahtlos, über Kupferkabel und mittels Glasfasertechnologien. Auf diesen Netzwerk-Infrastrukturen baut die euromicron ihre marktführenden Applikationen wie E-Health-, Sicherheits- Kontroll- oder Überwachungssysteme auf. Die euromicron Gruppe besteht neben der euromicron AG als Muttergesellschaft noch aus weiteren 23 Unternehmen, die in den Konzernabschluss einbezogen werden. Den überwiegenden Teil ihres Umsatzes erzielt die Gruppe in Deutschland. Die Geschäftstätigkeit untergliedert sich in die drei Kompetenzbereiche Projekte & Systeme, Komponenten & Konfektionierung sowie Distribution & Dienstleistung.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013e	31.12.2014e
Umsatz	305,31	330,03	357,00	370,00
EBITDA	30,73	25,03	30,41	33,56
EBIT	24,16	17,08	22,41	25,56
Jahresüberschuss	12,19	8,57	11,82	14,59

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	2,32	1,29	1,76	2,18
Dividende je Aktie	1,15	0,30	0,60	0,80

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,56	0,58	0,53	0,52
EV/EBITDA	5,59	7,62	6,27	5,68
EV/EBIT	7,11	11,16	8,51	7,46
KGV	9,05	12,91	9,36	7,58
KBV		0,93		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

28.08.2013: SCC
08.11.2013: Q3-Zahlen
12.11.2013: EKf
05.12.2013: MKK

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

17.7.2013: RG / 25,50 / KAUFEN
15.4.2013: RS / 25,50 / KAUFEN
5.11.2012: RG / 30,50 / KAUFEN
24.8.2012: RS / 30,50 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Unternehmen

Organigramm

Das nachstehende Schaubild gibt einen Überblick über die Konzernstruktur der euromicron-Gruppe:

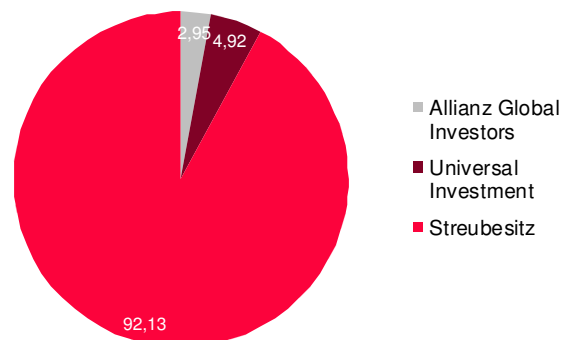


Quelle: GBC, euromicron

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	30.6.2013
Allianz Global Investors	2,95
Universal Investment	4,92
Streubesitz	92,13

Quelle: GBC, euromicron



Geschäftsentwicklung HJ 2013

in Mio. €	HJ 2012	Δ 2012/2013	HJ 2013
Umsatzerlöse	152,80	+0,2 %	153,09
EBITDA	13,68	-1,9 %	13,42
EBITDA-Marge	9,0 %	-0,2 Pp.	8,8 %
EBIT	9,66	-4,6 %	9,22
EBIT-Marge	6,3 %	-0,3 Pp.	6,0 %
Jahresüberschuss	5,44	-7,3 %	5,04
EPS in €	0,82		0,76

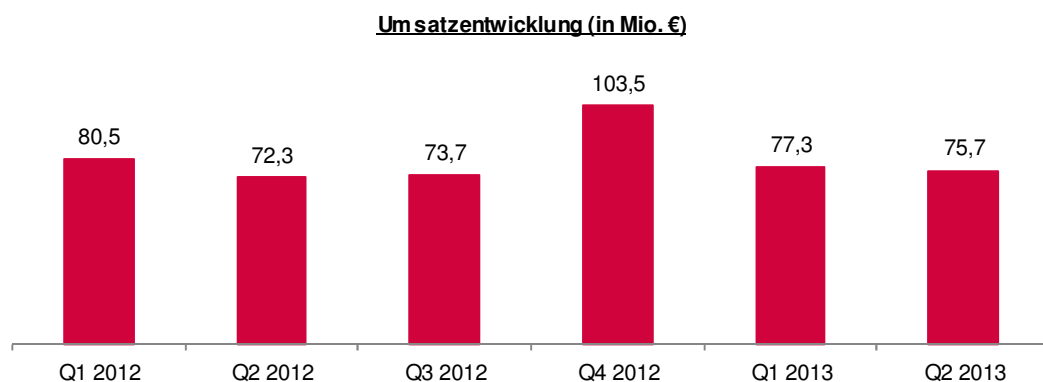
Quelle: euromicron; GBC

Umsatzentwicklung - Umsatz auf Vorjahresniveau

Die euromicron AG kann nach unserer Einschätzung auf ein gutes erstes Halbjahr 2013 zurückblicken. Die veröffentlichten HJ-Zahlen sind im Rahmen unserer Erwartungen ausgefallen. Nach einem noch schwächeren ersten Quartal 2013 konnte die Gesellschaft im zweiten Quartal 2013 auf der Ergebnisseite eine spürbare Verbesserung erzielen. Vor dem Hintergrund der unverändert angefallenen Integrationskosten werten wir die Ergebnisentwicklung im zweiten Quartal 2013 als positiv. Gleichzeitig sehen wir gute Chancen, dass mit dem erfolgreichen zweiten Quartal die Trendwende hinsichtlich der operativen Margensituation eingeleitet wurde.

Die Umsatzerlöse konnten in den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2013 leicht um 0,2 % auf 153,09 Mio. € (VJ: 152,80 Mio. €) gesteigert werden. Der Umsatzzuwachs wurde dabei ausschließlich im zweiten Quartal 2013 erzielt. Hier beliefen sich die Umsätze auf 75,74 Mio. €, gegenüber 72,32 Mio. € im vergleichbaren Vorjahresquartal, was einem Wachstum von 4,7 % entspricht. Da die euromicron AG im laufenden Geschäftsjahr 2013 bislang keine Akquisitionen getätigt hat, blieb der Konsolidierungskreis unverändert.

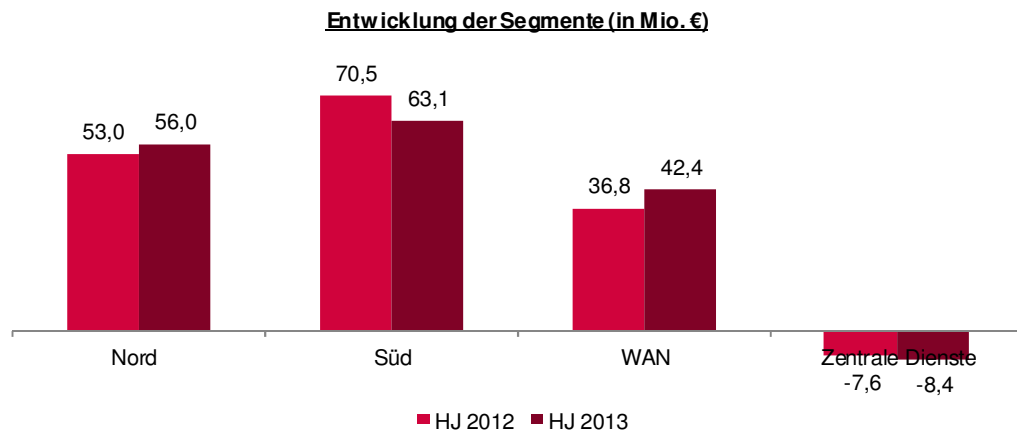
Das nachstehende Schaubild zeigt die Umsätze der vergangenen sechs Quartale.



Quelle: euromicron; GBC

Das vierte Quartal ist bei der euromicron AG aufgrund eines hohen Anteils von Projektrechnungen traditionell das umsatzstärkste. Dieser saisonale Verlauf sollte sich auch im laufenden Geschäftsjahr wiederholen.

Der ohnehin schon hohe Umsatzanteil des Kernmarkts Deutschlands hat nochmals leicht zugelegt. In Deutschland wurde im ersten Halbjahr 2013 ein Umsatz von 137,13 Mio. € (VJ: 135,58 Mio. €) erreicht, was einem Anteil an den Konzernumsätzen von 89,7 % gegenüber 88,7 % im Vorjahr entspricht. Zur euromicron AG gehören darüber hinaus Tochterunternehmen mit Sitz in Österreich, in Italien, in den Niederlanden sowie in Luxemburg.



Quelle: euromicron; GBC

Der leichte Umsatzzuwachs im ersten Halbjahr 2013 ist auf die positive Entwicklung der beiden Segmente Nord und WAN services zurückzuführen. Hingegen verzeichnete das Segment Süd einen Umsatzrückgang auf 53,0 Mio. € (VJ: 56,0 Mio. €). Neben einem Konsolidierungseffekt durch die Übernahme der RSR Datacom im Oktober 2012 erklärt sich das Wachstum im Bereich WAN services auch durch eine erfreuliche Entwicklung der Tochtergesellschaft telent.

Ergebnisentwicklung - Verbesserte EBITDA-Marge von 9,6 % im Q2 2013

Erste Effekte aus den umgesetzten Integrationsmaßnahmen sowie aus dem eingeleiteten Kosteneinsparungsprogramm haben sich bereits im ersten Halbjahr 2013 positiv bemerkbar gemacht. So reduzierte sich die Materialaufwandsquote in den ersten sechs Monaten 2013 deutlich auf 50,66 %, nach 54,83 % im Vorjahreszeitraum. Hier profitierten einzelne Tochtergesellschaften neben Optimierungen im Einkauf auch von einem besseren Produktmix. Die margenträchtigen Umsätze im Zusammenhang mit Infrastrukturprojekten im Telekommunikationsbereich sollten sich gemäß unserer Einschätzung hingegen noch auf einem niedrigen Niveau bewegt haben. Hier rechnen wir erst ab der zweiten Jahreshälfte mit einer schrittweisen Auflösung des Investitionsstaus von Seiten der Netzbetreiber.

Gleichzeitig erhöhten sich die aktivierten Eigenleistungen auf 1,97 Mio. € (VJ: 0,58 Mio. €). Die erhöhten Eigenleistungen stehen im engen Zusammenhang mit einer Reihe von Produktinnovationen vornehmlich bei den Herstellerbetrieben MICROSENS, LWL-Sachsenkabel, ProCom, Elabo und SKM Skyline.

Die Personalaufwendungen stiegen im ersten Halbjahr 2013 hauptsächlich infolge eines vergrößerten Konsolidierungskreises auf 46,24 Mio. € (VJ: 43,37 Mio. €) an. Per Ende Juni 2013 beschäftigte der Konzern 1.759 Mitarbeiter. Zum vergleichbaren Vorjahresstichtag waren knapp 1.600 Mitarbeiter für die euromicron AG tätig. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen lagen im ersten Halbjahr 2013 mit 20,30 Mio. € auf Vorjahresniveau. Höhere konsolidierungsbedingte Aufwendungen wurden ausgeglichen durch erste Kostensenkungen aus dem eingeleiteten Einsparprogramm.

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) belief sich im ersten Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres 2013 auf 13,42 Mio. € und lag damit nur leicht unter dem Vorjahreszeitraum (VJ: 13,68 Mio. €). Dabei konnte die EBITDA-Marge im zweiten Quartal 2013 sowohl gegenüber dem Vorquartal (Q1 2013: 8,0 %) als auch gegenüber dem Vorjahresquartal (Q2 2012: 8,6 %) deutlich auf 9,6 % gesteigert werden.

Die Abschreibungen erhöhten sich vor allem infolge gestiegener aktivierter Eigenleistungen auf 4,21 Mio. € (VJ: 4,03 Mio. €). Unter Berücksichtigung eines negativen Finanzergebnisses von -1,86 Mio. € sowie einer Konzernsteuerquote von 29,9 % belief sich der Jahresüberschuss im ersten Halbjahr 2013 auf 5,04 Mio. € gegenüber 5,44 Mio. € im Vorjahreszeitraum. Dies entspricht einem Gewinn je Aktie (EPS) von 0,76 € (VJ: 0,82 €).

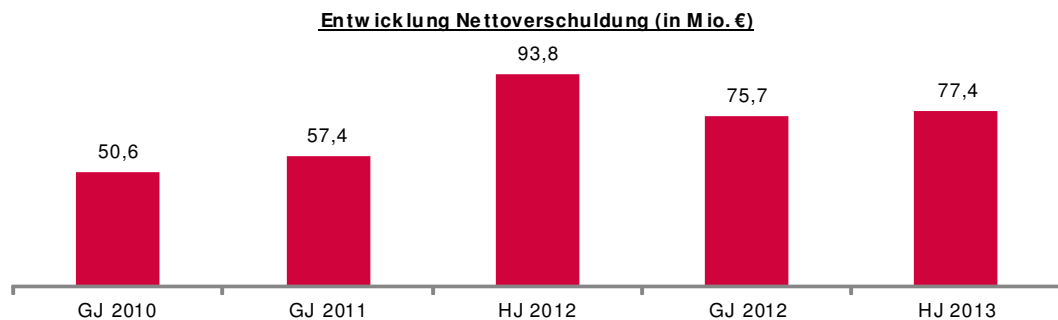
Bilanzielle und finanzielle Situation - Positiver freier Cash Flow im 1. HJ 2013

in Mio. €	GJ 2010	GJ 2011	HJ 2012	GJ 2012	HJ 2013
Eigenkapital	89,3	120,0	118,0	119,0	121,9
EK-Quote	45,5 %	45,3 %	42,0 %	41,9 %	42,7 %
Nettoverschuldung	50,6	57,4	93,8	75,7	77,4
Operatives Anlagevermögen	26,4	33,4	33,3	37,3	36,2
Net Working Capital	39,7	52,4	85,7	63,1	74,1

Quelle: euromicron; GBC

Die euromicron AG verfügt unserer Ansicht nach unverändert über gesunde Bilanzrelationen. Dies spiegelt sich in einer soliden Eigenkapitalquote in Höhe von 42,7 % zum 30.6.2013 wieder. Gegenüber dem Jahresende konnte die Eigenkapitalquote somit leicht um 0,8 Prozentpunkte verbessert werden. Dies ist neben dem positiven Jahresüberschuss einer geringeren Ausschüttungsquote sowie dem konzernweiten Working-Capital-Optimierungsprogramm zu verdanken.

In den ersten sechs Monaten 2013 erzielte die euromicron AG einen positiven freien Cash Flow von knapp 3 Mio. €. Im Vorjahreszeitraum fiel dieser mit rund -28 Mio. € noch deutlich negativ aus. Diese Entwicklung werten wir als überaus positiv. Der leichte Anstieg der Nettoverschuldung auf 77,4 Mio. € ist auf nachträgliche Kaufpreiszahlungen von rund 2,4 Mio. € sowie auf die im Mai 2013 erfolgte Dividendenzahlung von rund 2 Mio. € zurückzuführen. Die nachstehende Grafik veranschaulicht die Entwicklung der Nettoverschuldung.



Quelle: euromicron; GBC

Im Gegensatz zum Vorjahresstichtag stieg das Net Working Capital im ersten Halbjahr 2013 deutlich geringer an. Das Net Working Capital erhöhte sich nach unseren Berechnungen zwar vor allem saisonal bedingt gegenüber dem Jahresende 2012 auf 74,1 Mio. €, lag allerdings signifikant unter dem Wert vom 30.6.2012 (85,7 Mio. €). Hier zeigen sich nach unserer Einschätzung bereits erste Auswirkungen aus einem besseren Working-Capital-Management.

Die Investitionen betrugen im ersten Halbjahr 2013 3,2 Mio. € (VJ: 4,0 Mio. €) und lagen damit unter der Abschreibungshöhe von 4,2 Mio. €. Diese Tatsache hatte auch zur Folge, dass sich das operative Anlagevermögen auf 36,2 Mio. € per Ende Juni 2013 reduzierte (31.12.2012: 37,3 Mio. €). Da die euromicron AG in 2013 bislang keine Akquisitionen getätigt hat, lag der Geschäfts- und Firmenwert unverändert bei 106,4 Mio. €.

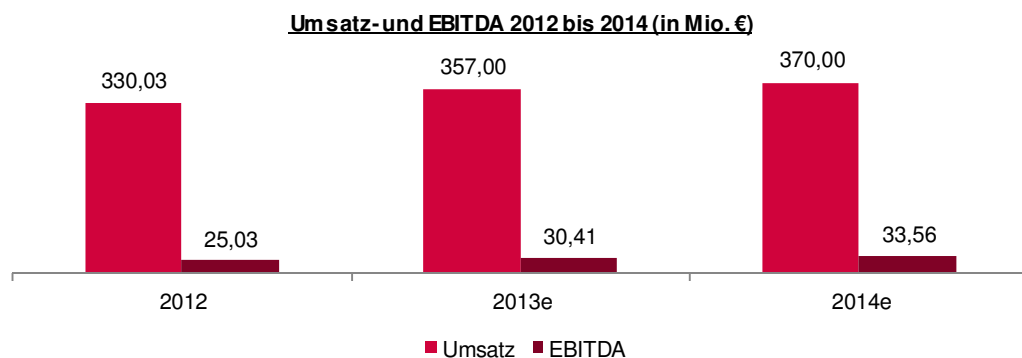
Prognose und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 2012	GJ 2013e	GJ 2014e
Umsatzerlöse	330,03	357,00	370,00
EBITDA (Marge)	25,03 (7,6 %)	30,41 (8,5 %)	33,56 (9,1 %)
EBIT (Marge)	17,08 (5,2 %)	22,41 (6,3 %)	25,56 (6,9 %)
Jahresüberschuss	8,57	11,82	14,59
EPS in €	1,29	1,77	2,19

Berechnungen: GBC

Umsatz- und Ergebnisprognosen - Schätzungen für 2013 und 2014 unverändert

Dank eines starken zweiten Quartals 2013 sehen wir die euromicron AG auf einem guten Wege unsere Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2013 zu erreichen. Wir gehen für 2013 unverändert von einem Umsatzvolumen in Höhe von 357,00 Mio. € sowie einem EBITDA von 30,41 Mio. € aus. Beide Kennzahlen bewegen sich damit in der vom Vorstand kommunizierten Bandbreite (Umsatz 350 bis 365 Mio. € bzw. EBITDA-Marge 8 bis 11 %).



Berechnungen: GBC

Der Auftragseingang konnte im ersten Halbjahr 2013 auf 154,80 Mio. € (VJ: 148,00 Mio. €) gesteigert werden. Das Book-to-Bill lag folglich leicht über 1 und auch der Auftragsbestand von rund 127 Mio. € bildet nach unserer Meinung eine komfortable Ausgangsbasis für die kommenden Quartale. Laut Unternehmensangaben ist in der zweiten Jahreshälfte von weiter steigenden Ordereingängen auszugehen.

Impulse hinsichtlich der Auftragseingänge erwarteten wir uns zudem durch eine anziehende Investitionsbereitschaft der Netzbetreiber im Telekommunikationsbereich. Sowohl der angehende Konsolidierungsprozess in der Branche (Telefonica und E-Plus sowie Vodafone und Kabel Deutschland), als auch die Ankündigung der Deutschen Telekom die Investitionen in den Breitband-Ausbau in Deutschland mit Glasfaser (FTTC) und Vectoring zu erhöhen, stimmen uns zuversichtlich. Hiervon sollte die euromicron-Gruppe profitieren.

Die bereits umgesetzten Struktur- und Integrationsmaßnahmen schaffen die Voraussetzungen für die Umsetzung der Agenda 500 und sind wichtige Schritte, um das Unternehmen für die nächste Phase des Wachstums vorzubereiten. Als wesentliche Bausteine sind hier der Bezug neuer Standorte, der Umbau der Managementstrukturen in einzelnen Tochterunternehmen, der verstärkte Ausbau von Competence Centern und Shared-Service-Einheiten sowie die Investitionen in die IT-Landschaft zu nennen.

Im Rahmen der Agenda 500 soll der Umsatz bis zum Jahr 2015 auf einer annualisierten Basis auf 500 Mio. € gesteigert werden. Dieses mittelfristige Umsatzziel umfasst neben einem organischen Umsatzzuwachs von 5 bis 10 % pro Jahr auch anorganisches Wachstum. Für das laufende Geschäftsjahr 2013 rechnen wir allenfalls mit kleineren arrondierenden Übernahmen. Größere Akquisitionen erwarten wir hingegen frühestens in 2014 respektive 2015.

Das Abschreibungsvolumen erwarten wir für das Jahr 2013 mit -8,00 Mio. € gegenüber dem Vorjahr annähernd konstant. Auch das Finanzergebnis sollte mit -4,80 Mio. € in etwa auf Vorjahreshöhe liegen. Unter Annahme einer Konzernsteuerquote von 30,00 % errechnet sich gemäß unseren Prognosen ein Jahresüberschuss von 11,82 Mio. €, was einem Gewinn je Aktie von 1,77 € entspricht.

Auf Basis des derzeitigen Aktienkurses ergibt sich ein 2013er KGV von unter 10, was wir aufgrund der Marktpositionierung, der guten Erfolgsbilanz bei Übernahmen sowie der in der Vergangenheit erreichten Profitabilität als attraktiv erachten. Auch ein EV/EBITDA für 2013 von 6,3 indiziert nach unserer Ansicht eine Unterbewertung der Aktie. Den Blick auf unsere Schätzungen für das kommende Geschäftsjahr 2014 gerichtet, wird die derzeit niedrigere Bewertung der euomicron-Aktie noch offensichtlicher. Das KGV respektive das EV/EBITDA beträgt dann 6,7 sowie 5,7.

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die euromicron AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2013 bis 2014 in Phase 1, erfolgt von 2015 bis 2019 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir unter konservativen Gesichtspunkten durchschnittliche jährliche Steigerungen beim Umsatz von 2,5 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 9,6 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % 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.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit 2,00 %.

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 1,58.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,7 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 80 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,6 %.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,6 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2014 entspricht als Kursziel 26,50 € (bisher: 25,50 €).

Damit haben wir das bisherige Kursziel von 25,50 € infolge des Roll-Overs auf die neue Basis 2014 leicht nach oben angepasst.

euromicron AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,5%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	9,6%	ewige EBITA - Marge	7,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	21,3%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	19,1%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final
	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e	Endwert
Umsatz (US)	357,00	370,00	379,25	388,73	398,45	408,41	418,62	429,09	
<i>US Veränderung</i>	8,2%	3,6%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	9,65	9,87	9,98	10,23	10,49	10,75	11,02	11,29	
EBITDA	30,41	33,56	36,41	37,32	38,25	39,21	40,19	41,19	
<i>EBITDA-Marge</i>	8,5%	9,1%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	
EBITA	22,41	25,56	28,41	29,21	30,15	31,10	32,08	33,09	
<i>EBITA-Marge</i>	6,3%	6,9%	7,5%	7,5%	7,6%	7,6%	7,7%	7,7%	7,7%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-6,72	-7,67	-8,52	-8,76	-9,04	-9,33	-9,62	-9,93	
EBI (NOPLAT)	15,68	17,89	19,89	20,45	21,10	21,77	22,46	23,16	
Kapitalrendite	15,6%	17,5%	18,5%	18,5%	18,8%	19,1%	19,4%	19,6%	19,7%
Working Capital (WC)	65,00	70,00	72,44	74,25	76,10	78,01	79,96	81,96	
<i>WC zu Umsatz</i>	18,2%	18,9%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	
<i>Investitionen in WC</i>	-1,88	-5,00	-2,44	-1,81	-1,86	-1,90	-1,95	-2,00	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	37,00	37,50	38,00	38,00	38,00	38,00	38,00	38,00	
<i>AFA auf OAV</i>	-8,00	-8,00	-8,00	-8,11	-8,11	-8,11	-8,11	-8,11	
<i>AFA zu OAV</i>	21,6%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	21,3%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-7,71	-8,50	-8,50	-8,11	-8,11	-8,11	-8,11	-8,11	
Investiertes Kapital	102,00	107,50	110,44	112,25	114,10	116,01	117,96	119,96	
EBITDA	30,41	33,56	36,41	37,32	38,25	39,21	40,19	41,19	
Steuern auf EBITA	-6,72	-7,67	-8,52	-8,76	-9,04	-9,33	-9,62	-9,93	
Investitionen gesamt	-9,60	-13,50	-10,94	-9,92	-9,96	-10,01	-10,06	-10,10	
<i>Investitionen in OAV</i>	-7,71	-8,50	-8,50	-8,11	-8,11	-8,11	-8,11	-8,11	
<i>Investitionen in WC</i>	-1,88	-5,00	-2,44	-1,81	-1,86	-1,90	-1,95	-2,00	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	14,09	12,39	16,95	18,64	19,25	19,87	20,51	21,16	278,98
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	235,36	245,55							
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	88,46	84,56							
<i>Barwert des Continuing Value</i>	146,90	160,99							
Nettoschulden (Net debt)	72,70	68,31							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	162,65	177,24							
Fremde Gewinnanteile	-0,58	-0,63							
Wert des Aktienkapitals	162,08	176,61							
Ausstehende Aktien in Mio.	6,664	6,664							
Fairer Wert der Aktie in EUR	24,32	26,50							

Kapitalkostenermittlung :	
<i>risikolose Rendite</i>	2,0%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	1,58
Eigenkapitalkosten	10,7%
<i>Zielgewichtung</i>	80,0%
Fremdkapitalkosten	7,0%
<i>Zielgewichtung</i>	20,0%
Taxshield	25,0%
WACC	9,6%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	8,6%	9,1%	9,6%	10,1%	10,6%
19,3%	25,08	22,91	21,03	19,41	17,98
21,3%	28,41	25,92	23,77	21,90	20,27
23,3%	31,74	28,92	26,50	24,40	22,56
25,3%	35,07	31,93	29,24	26,90	24,85
27,3%	38,39	34,94	31,97	29,39	27,14

Fazit

Nach einem schwächeren ersten Quartal 2013 konnte die euromicron AG im zweiten Quartal deutlich zulegen und insbesondere hinsichtlich der Margensituation erhebliche Fortschritte erzielen. Die EBITDA-Marge konnte im zweiten Quartal 2013 sowohl gegenüber dem Vorquartal (Q1 2013: 8,0 %) als auch gegenüber dem Vorjahresquartal (Q2 2012: 8,6 %) deutlich auf 9,6 % verbessert werden. In diesen Zahlen werden bereits erste Auswirkungen aus den umgesetzten Integrationsmaßnahmen sowie aus dem initiierten Einsparprogramm sichtbar. Ihre volle Wirkung sollten diese Maßnahmen jedoch erst in 2014 und darüber hinaus entfalten.

Gleichzeitig werden durch die durchgeführten Struktur- und Integrationsmaßnahmen die Weichen für eine erfolgreiche Umsetzung der Agenda 500 gestellt. Sie schaffen somit die Voraussetzungen für die nächste Wachstumsphase. Bis 2015 soll sich der Umsatz auch mit Hilfe von Akquisitionen in Richtung der Schwelle von 500 Mio. € entwickeln. Dabei bleibt eine EBITDA-Marge von 8 bis 11 % der angestrebte Zielkorridor.

Die Halbjahreszahlen 2013 liegen auch dank eines guten zweiten Quartals im Rahmen unserer Erwartungen. Wir bestätigen daher unsere Schätzungen für die beiden Geschäftsjahre 2013 und 2014. Unsere Prognosen sehen für 2013 Umsatzerlöse in Höhe von 357,00 Mio. € sowie ein EBITDA von 30,41 Mio. € vor.

Auf Basis des derzeitigen Aktienkurses indizieren unsere Bewertungskennzahlen eine Unterbewertung der euromicron-Aktie. Das KGV sowie das EV/EBITDA für das kommende Geschäftsjahr 2014 betragen lediglich 6,7 respektive 5,7. Dies ist nach unserer Einschätzung nicht angemessen für die bestehende Marktpositionierung, für die gute Erfolgsbilanz bei Übernahmen sowie für die in der Vergangenheit erreichte Ertragsstärke.

Unsere Kursziele haben wir infolge des Roll-Overs auf die neue Basis 2014 leicht auf 26,50 € (bisher: 25,50 €) angehoben. Damit bestätigen wir unsere Kaufempfehlung für die Aktie der euromicron AG. Ausgehend vom derzeitigen Aktienkurs errechnet sich ein deutliches Kurspotential von mehr als 50 %.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere 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-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:
[http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/
frmArticleId/98/](http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleId/98/)

§ 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 Wert 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. Aktiensplitts, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, 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/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/
frmArticleId/98](http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleId/98)

§ 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: (5)

§ 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) 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.
- (6) 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.
- (7) Der zuständige Analyst 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.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de.**

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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