



Researchstudie (Anno)



**Fokussierung auf die Digitalisierung von Geschäftsprozessen
sollte das Margenniveau auf mittelfristige Sicht nachhaltig
steigen lassen – Aktie mit deutlichem Abschlag zum Buchwert**

Kursziel: 15,50 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 21**

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

Rating: KAUFEN
Kursziel: 15,50

Aktueller Kurs: 8,77
18.8.2015 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1K0300
WKN: A1K030
Börsenkürzel: EUCA

Aktienanzahl³: 7,176
Marketcap³: 62,93
Enterprise Value³: 112,09
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 88,17 %

Transparenzlevel:
Prime Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.2015

Designated Sponsor:
EQUINET AG

Analysten:

Felix Gode, CFA
gode@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 22

Unternehmensprofil

Branche: Technologie

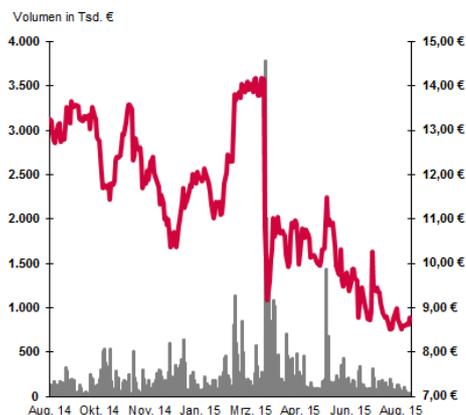
Fokus: Netzwerk- und Lichtwellenleitertechnologie

Mitarbeiter: 1840

Gründung: 1998

Firmensitz: Frankfurt am Main

Vorstand: Jürgen Hansjosten, Bettina Meyer



Der euromicron-Konzern ist ein führendes nationales, europäisch ausgerichtetes Systemhaus für Kommunikations-, Sicherheits- und Datennetze mit Herstellerkompetenz in der Lichtwellenleitertechnologie. Das Unternehmen bietet Kunden aus allen Branchen maßgeschneiderte und herstellerunabhängige Netzwerklösungen aus einer Hand. Das Leistungsspektrum umfasst die Planung, Implementierung und Wartung von Netzwerken sowie die Entwicklung, Herstellung und Distribution von Netzwerkkomponenten auf Basis von Kupfer-, Glasfaser- und drahtloser Technik. Das Produktportfolio beinhaltet aktive Netzwerkkomponenten, Steckverbindungen und Anschlusstechnik für Lichtwellenleiternetze, fertig konfektionierte Lichtwellenleiterkabel sowie Montage- und Messgeräte. Die Komponenten finden ihre Anwendung in WAN- und LAN-Netzen zur Datenkommunikation von Rechenzentren sowie der Medizin- und Sicherheitstechnik.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015e	31.12.2016e
Umsatz	352,68	346,34	341,59	351,48
EBITDA	8,71	21,15	17,31	24,50
EBIT	-0,20	11,45	2,81	15,25
Konzernjahresergebnis	-6,52	2,58	-2,78	7,25

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,91	0,36	-0,39	1,01
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,32	0,32	0,33	0,32
EV/EBITDA	12,88	5,30	6,48	4,58
EV/EBIT	-560,47	9,79	39,93	7,35
KGV	-9,65	24,39	-22,64	8,68
KBV		0,57		

Finanztermine

06.11.2015: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

02.02.2015: RG / 21,50 / KAUFEN

08.12.2014: RG / 21,50 / KAUFEN

14.08.2014: RS / 21,50 / KAUFEN

29.07.2014: RG / 21,50 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Die euromicron AG konnte im GJ 2014 ein deutliches Wachstum um 6,3 % auf 346,34 Mio. € aufweisen. Insbesondere das Segment Süd und dabei die Herstellerbetriebe wiesen mit einem Zuwachs um 10,0 % eine hohe Dynamik auf. Dabei ist zu berücksichtigen, dass hier die Übernahmen der ATECS AG und SIM GmbH zum Tragen kamen und einen anorganischen Beitrag leisteten.
- Im 1. HJ 2015 hingegen war ein um 1,3 % leicht rückläufiger Umsatz zu beobachten, was jedoch auch darauf zurückzuführen ist, dass auf magenschwache Aufträge verzichtet wurde, zu Gunsten der Rentabilität. Das geringere Umsatzvolumen wirkte sich ergebnisseitig zunächst belastend aus, dabei ist aber auch zu berücksichtigen, dass im 1.HJ 2015 Einmalaufwendungen im Rahmen der Reorganisation in Höhe von 1,3 Mio. € anfielen. Bereinigt um diese lag das EBITDA zum Halbjahr bei 3,92 Mio. €, was einer EBITDA-Marge von 2,5 % entspricht.
- Im Zuge des erfolgten Vorstandswechsels hat die euromicron AG eine strategische Straffung vorgenommen. Im Rahmen dessen soll die Ausrichtung verstärkt auf die Digitalisierung fokussiert und damit mittelfristig das Produkt- und Lösungsgeschäft gestärkt und ausgebaut werden. Damit sollte durch die höhere Wertschöpfungstiefe und die systemkritischere Position bei den Projekten auch das Margenniveau sukzessive angehoben werden können.
- Für das GJ 2015 gehen wir von einer flach verlaufenden Umsatzentwicklung aus, wobei wir erwarten, dass die vom Vorstand ausgegebene Prognosespanne von 340-360 Mio. € mit 341,59 Mio. € am unteren Ende erreicht wird. Dabei erwarten wir eine differenzierte Entwicklung der beiden Segmente Nord und Süd, mit einem leichten Wachstum im Segment Nord und einem mittleren einstelligen Rückgang im Segment Süd. Für das GJ 2016 gehen wir dann von einem beschleunigten Wachstum um 2,9 % auf 351,48 Mio. € aus, wobei dabei bereits die geplante Veräußerung von nicht profitabel Geschäftsbereichen berücksichtigt ist.
- Da das Ergebnis für das GJ 2015 noch einmal durch Reorganisationsmaßnahmen mit rund 3,50 Mio. € belastet sein dürfte, erwarten wir noch keine Rentabilitätsverbesserung im operativen Geschäft. Bereinigt um die Einmalaufwendungen sollte das EBITDA mit 20,81 Mio. € (17,31 Mio. € unbereinigt) in etwa auf dem 2014er-Niveau liegen. Für 2016 gehen wir dann von einer deutlichen Verbesserung des vergleichbaren EBITDA-Wertes auf 24,50 Mio. € sowie einer EBITDA-Marge von 7,0 % aus.
- **Mit einer Marktkapitalisierung von 62,9 Mio. € werden die Aktien der euromicron AG derzeit mit einem Abschlag in Höhe von rund 40 % zum unbereinigten Eigenkapital gehandelt. Angesichts der strategischen Straffung und der bereits in Umsetzung befindlichen Veränderungen in der Organisationsstruktur sollte sich die Ergebnissituation in den kommenden Jahren stabilisieren und weiter verbessern. Für das GJ 2016 erwarten wir auf derzeitigem Kursniveau ein KGV in Höhe von rund 8,7. Vor diesem Hintergrund halten wir eine Bewertung unterhalb des Buchwertniveaus für nicht gerechtfertigt. Auf Grundlage unseres DCF-Modells haben wir einen fairen Wert je Aktie in Höhe von 15,50 € ermittelt und vergeben somit das Rating KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

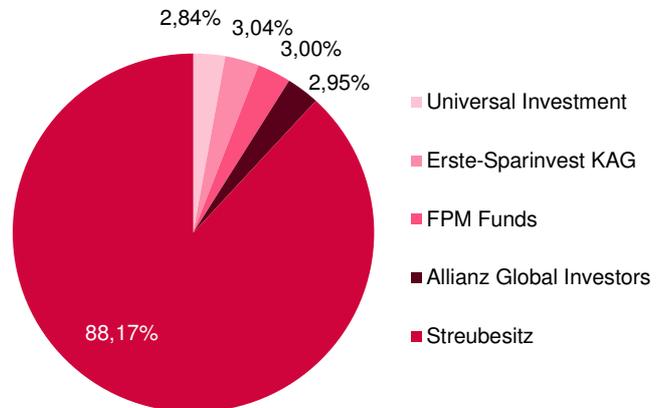
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Gruppenübersicht	4
Markt und Marktumfeld	5
Unternehmensentwicklung & Prognose	6
Kennzahlen im Überblick	6
Geschäftsentwicklung 2014	7
Umsatzentwicklung	7
Ergebnisentwicklung	8
Geschäftsentwicklung 1. HJ 2015	10
Bilanzielle und finanzielle Situation	12
SWOT-Analyse	14
Prognose und Modellannahmen	15
Strategische Ausrichtung	15
Umsatzprognosen	16
Ergebnisprognosen	16
Bewertung	19
Modellannahmen	19
Bestimmung der Kapitalkosten	19
Bewertungsergebnis	19
DCF-Modell.....	20
Anhang	21

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	31.12.2014
Universal Investment	2,84%
Erste-Sparinvest KAG	3,04%
FPM Funds	3,00%
Allianz Global Investors	2,95%
Streubesitz	88,17%

Quelle: comdirect, GBC



Gruppenübersicht

KONSOLIDIERUNGSEBENE

euromicron KONZERN

SEGMENTEBENE

euromicron NORD

inkl. Polen und Frankreich

euromicron SÜD

inkl. Österreich und Italien

euromicron WAN services

KOMPETENZBEREICHE / OPERATIVE FÄHIGKEITEN / KNOW-HOW

KOMPETENZEBENE

► Entwicklung und Herstellung von Komponenten und Produktgruppen

► Planung, Design und Integration von Systemen und Lösungen

► Beratung, Distribution, Sourcing und Netzwerkservices

PRODUKTE UND DIENSTLEISTUNGEN

PRODUKT- UND DIENSTLEISTUNGSEBENE

► Optische und hybride Verbinder, Konfektionierungen, Switches und Kabelsysteme
 ► Vernetzte Arbeitsplatzsysteme, Prüf- und Testeinrichtungen
 ► Leitstände, Monitoring Stations
 ► Individuelle Produktlösungen
 ► TDM-, IP- und MPLS-Systeme
 ► Kabel- und Funkssysteme
 ► Softwarebasierte Netzwerk-, Anlagen-, Infrastruktur- und Sicherheitsmanagementlösungen

► Sprach-, Daten- und Videokommunikation, konvergierende Systeme
 ► Komplettlösungen für vernetztes Arbeiten und Übertragungsnetze
 ► Optische, drahtgebundene und drahtlose Netzwerke
 ► Analyse, Planung, Implementierung, Wartung, Service und Betrieb

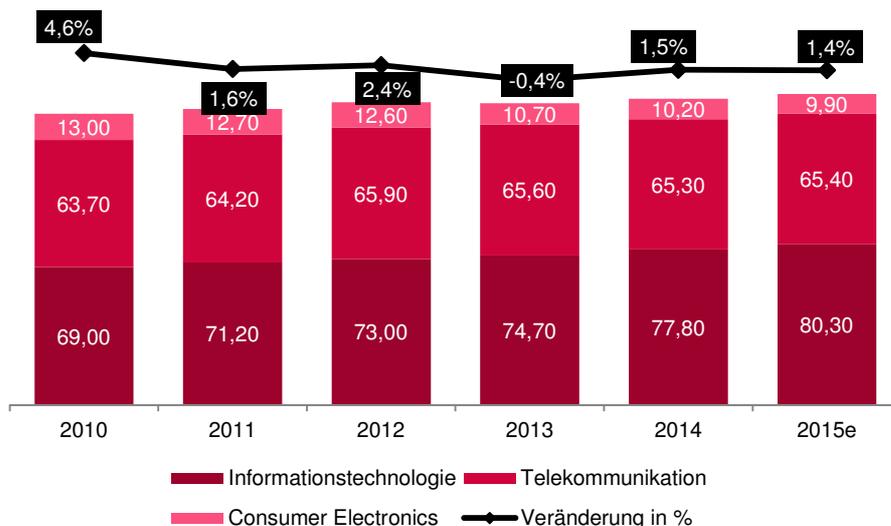
► Aktive und passive Netzwerkkomponenten aus dem weltweiten Angebot
 ► Verkabelungssysteme mit bester Performance
 ► Beratung, Training, Netzwerkanalyse und Services
 ► Kunden- und projektspezifisches Ersatzteilmanagement und Logistik
 ► Bundesweite Service- und Projektmanagement-Kapazität für komplexe Systeme

Quelle: euromicron

MARKT UND MARKTUMFELD

Der deutsche Informations- und Telekommunikationsmarkt (ITK-Markt) hat sich laut dem Bundesverband Informationswirtschaft, Telekommunikation und neue Medien e.V. (BITKOM) im abgelaufenen Jahr 2014 nach einem leichten Rückgang im Jahr 2013 wieder positiv entwickelt und konnte ein Wachstum um 1,5 % verzeichnen. Vor allem das starke Wachstum um +4,2 % im Bereich Informationstechnik (IT) trug zu dieser positiven Entwicklung bei. Für 2015 rechnet der Branchenverband BITKOM für den deutschen IT-Markt mit einem erneuten Wachstum um rund 3,2 % auf voraussichtlich 80,3 Mrd. €.

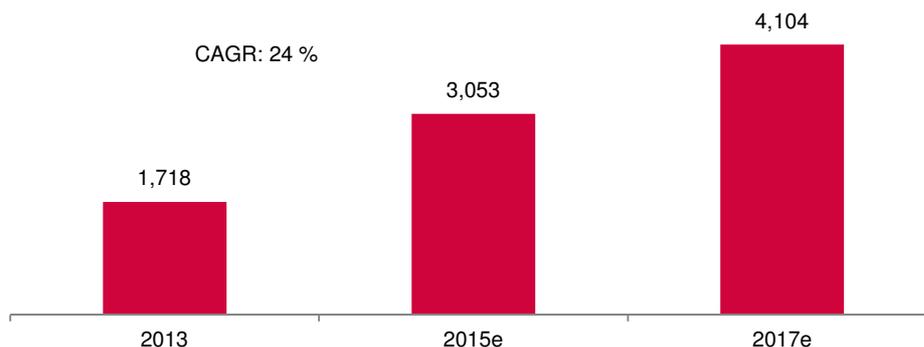
Entwicklung des deutschen ITK-Marktes (in Mrd. €)



Quelle: BITKOM; EITO

Die Wachstumstreiber der Entwicklung auf dem IT-Markt dürften laut BITKOM sowie der European Information Technology Observatory (EITO) einmal mehr die beiden Bereiche Big Data und Cloud Computing darstellen. Diese sind darüber hinaus prägend für die Zukunftsprojekte Industrie 4.0 und Internet of Things (IOT). Auch die euromicron AG will sich in diesem Bereich stärker positionieren und in den Subsegmenten smarte Gebäudetechnik und kritische Infrastrukturen, in welchen das Unternehmen bereits heute aktiv ist, entsprechende Wachstumschancen nutzen. Dabei steht die Entwicklung in diesem Bereich erst am Anfang und dürfte damit in den kommenden Jahren massiv an Bedeutung gewinnen. Klar zweistellige Wachstumsraten werden vor diesem Hintergrund für die kommenden Jahre in diesen Bereichen erwartet. Vor allem Innovationen im Anwendungsbereich sollten dabei die zukünftigen Wachstumstreiber sein.

Erwartete Umsatzentwicklung im Bereich Smart Home in Europa (in Mrd. €)



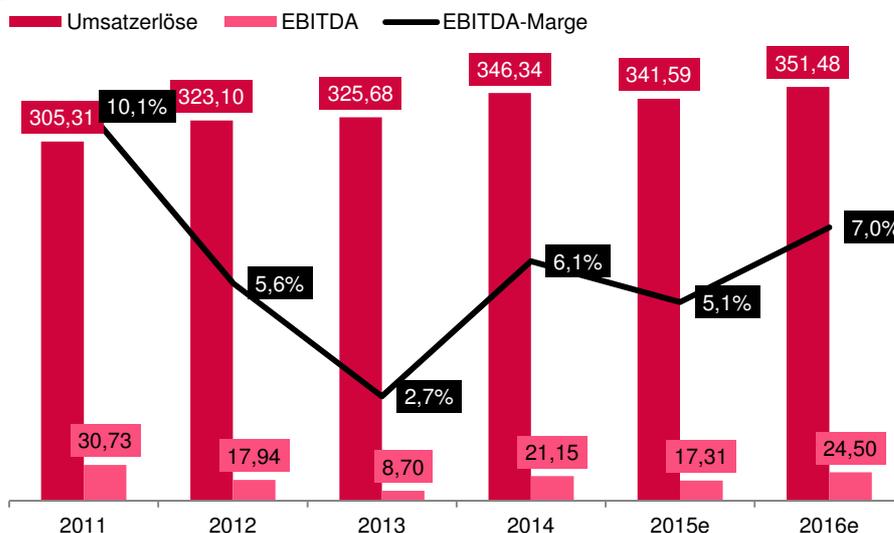
Quelle: Deloitte

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2013		GJ 2014		GJ 2015e		GJ 2016e	
Umsatzerlöse	325,68	100,0%	346,34	100,0%	341,59	100,0%	351,48	100,0%
Bestandsveränderung	-0,70	-0,2%	0,57	0,2%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Aktivierete Eigenleistungen	3,13	1,0%	2,62	0,8%	2,50	0,7%	2,50	0,7%
Sonstige betriebliche Erträge	1,90	0,6%	2,14	0,6%	2,00	0,6%	2,00	0,6%
Materialaufwand	-176,71	-54,3%	-182,47	-52,7%	-177,63	-52,0%	-179,25	-51,0%
Rohergebnis	153,31	47,1%	169,20	48,9%	168,46	49,3%	176,73	50,3%
Personalaufwand	-99,03	-30,4%	-103,18	-29,8%	-106,50	-31,2%	-105,00	-29,9%
Abschreibungen	-8,90	-2,7%	-9,70	-2,8%	-14,50	-4,2%	-9,25	-2,6%
sonstige betriebliche Aufwendungen	-45,58	-14,0%	-44,88	-13,0%	-44,66	-13,1%	-47,23	-13,4%
Betriebsergebnis	-0,20	-0,1%	11,45	3,3%	2,81	0,8%	15,25	4,3%
Finanzergebnis	-3,81	-1,2%	-3,68	-1,1%	-3,70	-1,1%	-4,30	-1,2%
EBT	-4,00	-1,2%	7,77	2,2%	-0,89	-0,3%	10,95	3,1%
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-2,40	-0,7%	-4,92	-1,4%	-1,64	-0,5%	-3,40	-1,0%
Ergebnis vor Anteilen Dritter	-6,40	-2,0%	2,84	0,8%	-2,53	-0,7%	7,55	2,1%
Minderheitenanteile	-0,12	0,0%	-0,27	-0,1%	-0,25	-0,1%	-0,30	-0,1%
Konzernjahresergebnis nach Minderheiten	-6,52	-2,0%	2,58	0,7%	-2,78	-0,8%	7,25	2,1%
EBITDA	8,71		21,15		17,31		24,50	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>2,7 %</i>		<i>6,1 %</i>		<i>5,1 %</i>		<i>7,0 %</i>	
EBIT	-0,20		11,45		2,81		15,25	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>-0,1 %</i>		<i>3,3 %</i>		<i>0,8 %</i>		<i>4,3 %</i>	
Ergebnis je Aktie in €	-0,91		0,36		-0,39		1,01	
Dividende je Aktie in €	0,00		0,00		0,00		0,00	
Aktienzahl in Mio. Stück	7,176		7,176		7,176		7,176	

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



Quelle: euromicron, GBC

Geschäftsentwicklung 2014

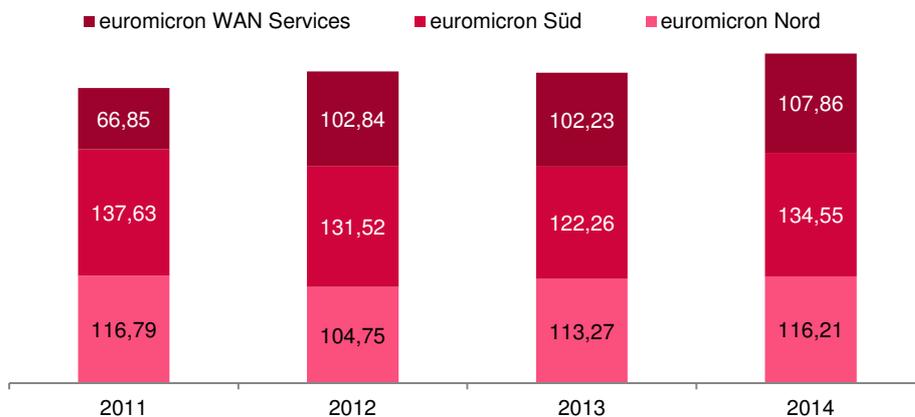
GuV (in Mio. €)	GJ 2013	Δ zum VJ	GJ 2014
Umsatzerlöse	325,68	+6,3 %	346,34
EBITDA	8,71	+143,0 %	21,15
EBITDA-Marge	2,7 %	+3,4 Pp.	6,1 %
EBIT	-0,20	n.A.	11,45
EBIT-Marge	-0,1 %	+3,4 Pp.	3,3 %
Konzernjahresergebnis	-6,52	n.A.	2,58
EPS in €	-0,91	n.A.	0,36

Quelle: euromicron AG, GBC

Umsatzentwicklung

Die euromicron AG konnte im GJ 2014 von der guten Entwicklung des ITK-Marktes profitieren und die Umsatzerlöse überproportional zum Marktwachstum um 6,3 % steigern. Dabei trugen alle drei Berichtssegmente zum Umsatzanstieg bei. Insbesondere das Segment *euromicron Süd* zeigte dabei eine besonders dynamische Entwicklung, mit einem Umsatzzuwachs um 10,0 % auf 134,55 Mio. €. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass die beiden Ende 2013 übernommenen Unternehmen ATECS AG und SIM GmbH im GJ 2014 erstmalig Umsatzerlöse in voller Höhe beisteuerten.

Entwicklung der Umsatzerlöse nach Segmenten (in Mio. €), ohne zentrale Dienste und Konsolidierung



Quelle: euromicron, GBC

Hinsichtlich der produktseitigen Unterscheidung zwischen Herstellerbetrieben und dem Systemhausgeschäft zeigte sich im GJ 2014 insbesondere im Bereich der Herstellerbetriebe eine erfreuliche Entwicklung. Sowohl im Segment *euromicron Nord*, als auch im Segment *euromicron Süd* wurden deutliche Steigerungen gegenüber 2013 erzielt. Hintergrund dessen war eine starke Nachfrage im Nord-Segment, wohingegen sich im Süd-Segment die anorganischen Effekte niederschlugen.

Das Systemhausgeschäft entwickelte sich über beide Segmente hinweg heterogen. Im Segment *euromicron Nord* war ein Umsatzrückgang um 3,7 Mio. € zu verzeichnen, was jedoch darauf zurückzuführen ist, dass margenschwache Aufträge nicht angenommen wurden. Im Systemhausgeschäft Süd wurde hingegen ein leichter Umsatzanstieg um 1,6 Mio. € erreicht.

Insgesamt lag das Systemhausgeschäft damit in 2014 leicht unterhalb des Vorjahresniveaus, jedoch hat sich die Umsatzqualität tendenziell verbessert. Dies schlug sich auch positiv in den Ergebnissen nieder.

Im Segment *WAN-services*, in welchen die regionsunabhängigen Wide Area Network-Services gebündelt sind, wurde mit einem Plus von 5,6 Mio. € eine Steigerung gegenüber dem Vorjahr um 5,5 % erzielt

Abweichungsanalyse der Umsatzerlöse (in Mio. €), ohne zentrale Dienste und Konsolidierung



Quelle: euromicron, GBC; HB: Herstellerbetriebe, SH: Systemhausgeschäft

Insgesamt betrachtet, ist die Umsatzentwicklung der euromicron AG im GJ 2014 zufriedenstellend gewesen. Die unternehmenseigenen Prognosen wurden erfüllt. Vor allem fand das Wachstum im margenstarken Herstellergeschäft statt, was sich im Umkehrschluss auch positiv auf die Ertragslage auswirkte. Die verstärkte Konzentration auf margenstarke Aufträge, die insbesondere vom neuen Management seit Anfang 2015 angestrebt wird, wurde bereits in 2014 teilweise sichtbar, wenngleich anorganische Effekte enthalten waren.

Ergebnisentwicklung

Ergebnisseitig wirkte sich die gute Umsatzentwicklung in beiden Produktbereichen, Herstellerbetriebe und Systemhausgeschäft, vor allem im Segment *euromicron Süd* sehr positiv aus. Nachdem im Vorjahr noch ein negatives EBITDA erzielt wurde, lag dieses nunmehr mit 6,17 Mio. € wieder deutlich im positiven Bereich. Die EBITDA-Marge markierte einen Wert von 4,6 % und damit das höchste Niveau seit dem GJ 2011. Im Segment *euromicron Nord* wurde das EBITDA um 0,7 Mio. € auf 14,04 Mio. € verbessert, bei einer leichten Margensteigerung auf 12,1 %. Im Nord-Segment wirkte sich dabei der Volumeneffekt aus dem Herstellergeschäft positiv aus und kompensierte das schwächere Systemhausgeschäft über, dessen Ergebnis neben den rückläufigen Umsatzerlösen durch einen verstärkten Einsatz von Subunternehmern belastet war.

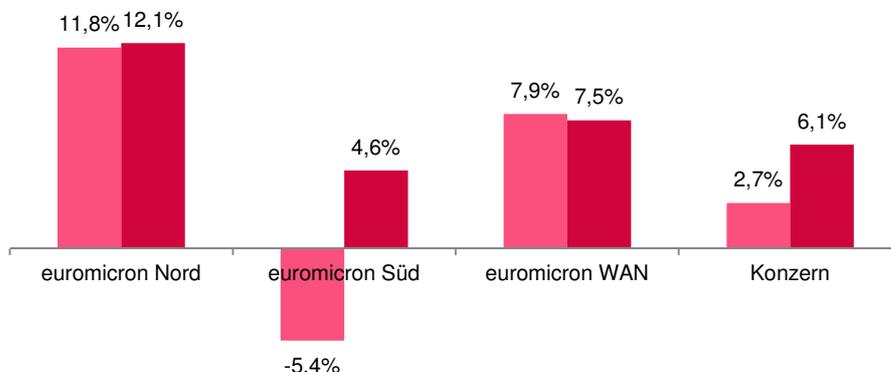
Im Segment *WAN-services* wurde trotz der gesteigerten Umsatzerlöse mit 8,13 Mio. € ein EBITDA auf Vorjahresniveau erzielt. Hierbei machten sich Großaufträge bemerkbar, die zwar einen Volumeneffekt brachten, jedoch nicht zusätzliche Ergebnisbeiträge lieferten.

Insgesamt verbesserte sich das EBITDA auf Konzernebene von 8,71 Mio. € deutlich auf 21,15 Mio. €, bei einem Anstieg der EBITDA-Marge von 2,7 % auf 6,1 %. Vor allem die positiven Ergebniseffekte des Segments *euromicron Süd* haben zu dieser deutlichen Verbesserung beigetragen.

Dennoch ist zu betonen, dass das Süd-Segment noch deutlich hinter dem Margenniveau des Nord-Segments liegt. Hierbei machten sich noch Restrukturierungskosten bemerkbar, welche im GJ 2014 mit rund 4,0 Mio. € zu Buche schlugen und vor allem für die

Optimierung von Strukturen und Prozessen sowie Controllingfunktionen aufgewendet wurden.

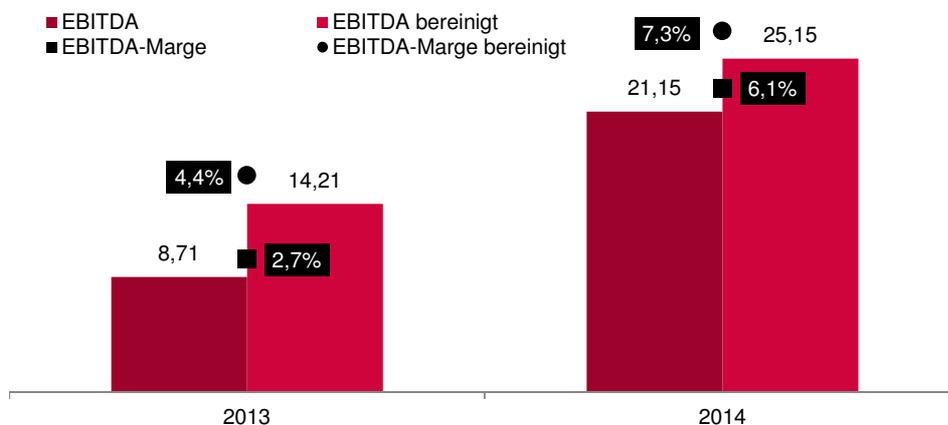
Entwicklung der EBITDA-Marge nach Segmenten (in %)



Quelle: euromicron, GBC

Entsprechende Restrukturierungsaufwendungen fielen auch im Vorjahr an (5,5 Mio. €). Bereinigt man die Sonderaufwendungen, lag das EBITDA im GJ 2014 bei 25,15 Mio. €. Die EBITDA-Marge lag bereinigt bei 7,3 % und damit leicht oberhalb der für das GJ 2014 ausgegebenen Prognose des Vorstandes in Höhe von 7,0 %.

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



Quelle: euromicron, GBC

Auf den weiteren Ergebnisstufen war eine leichte Verbesserung des Finanzergebnisses zu verzeichnen, wohingegen der Steueraufwand, mit einer effektiven Steuerquote von 63,4 %, sehr hoch ausfiel. Hintergrund dessen ist die Verlustsituation des Segments *euromicron Süd* und ein damit verbundener Nichtansatz latenter Steuern auf Verlustvorträge in Höhe von 2,86 Mio. €.

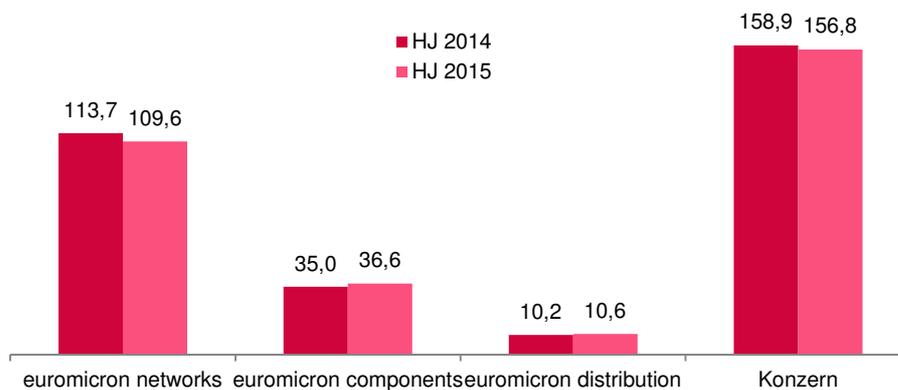
Dennoch konnte der Jahresüberschuss deutlich von -6,52 Mio. € im Vorjahr auf 2,58 Mio. € im GJ 2014 in den positiven Bereich gedreht werden.

Geschäftsentwicklung 1. HJ 2015

Im 1. HJ 2015 konnte die euromicron AG das Vorjahresniveau bei den Umsatzerlösen nahezu halten und verzeichnete mit 156,76 Mio. € nur einen leichten Rückgang um 1,3 %. Insgesamt ist die Geschäftsentwicklung der euromicron AG sehr saisonal geprägt, so dass ein Großteil der Umsatzerlöse und Ergebnisse im vierten Quartal erwirtschaftet werden. Insofern haben die Halbjahreszahlen nur eine begrenzte Aussagekraft. Zudem ist aber auch zu berücksichtigen, dass im Zuge der Neuorganisation der euromicron AG gezielt auf margenschwache Aufträge verzichtet wird, zu Gunsten der Rentabilität.

Dies wird unter anderem bei einem Blick auf die Umsatzverteilung nach Kompetenzbereichen deutlich. Hierbei ist ersichtlich, dass der Umsatzrückgang ausschließlich dem Bereich euromicron networks, also dem Systemhausgeschäft, zuzurechnen ist, was auf die strategische Umsatzselektion zurückzuführen ist. Vielmehr konnten in den beiden weiteren Bereichen euromicron components und euromicron distribution Umsatzsteigerungen um 4,6 %, respektive 4,1 % erreicht werden.

Entwicklung der Umsatzerlöse nach Kompetenzbereichen



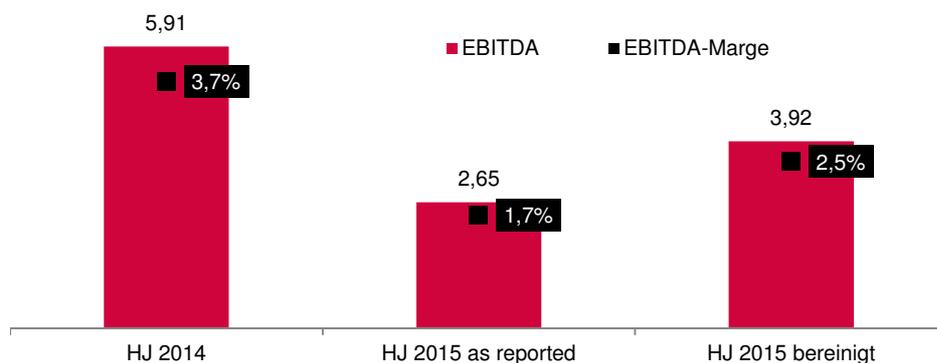
Quelle: euromicron, GBC

Der verbesserte Umsatzmix schlug sich bereits in einer niedrigeren Materialaufwandsquote nieder, welche mit 52,2 % um 0,5 Prozentpunkte unter dem Vorjahreszeitraum lag. Dennoch sorgte das niedrigere Volumen für einen absolut rückläufigen Rohertrag. Beim EBITDA musste im 1. HJ 2015 dennoch ein deutlicher Rückgang gegenüber dem Vorjahr verbucht werden. Mit 2,65 Mio. € lag dieses um 55,2 % unter dem Vorjahreswert. Neben dem verringerten Rohertrag sorgte auch ein erhöhter Personalaufwand im Zuge des weiteren Aufbaus der Mitarbeiteranzahl vor dem Hintergrund der guten Geschäftsentwicklung im Herstellerbereich.

Nicht zuletzt ist jedoch auch zu beachten, dass das EBITDA durch Restrukturierungskosten belastet ist. So fielen im 1. HJ 2015 außerordentliche Kosten in Höhe von 1,3 Mio. € an. Davon betrafen einmalige Kosten in Höhe von 0,9 Mio. € den Personalaufwand im Rahmen der Reorganisation der Standortstruktur. Abfindungszahlungen an die ausgeschiedenen Vorstände gab es hingegen nicht. Nicht zuletzt erforderte die Reorganisation der Gesellschaftsstruktur auch Rechts- und Beratungsaufwendungen, welche im 1. HJ 2015 mit 0,4 Mio. € zu Buche schlugen.

Bereinigt um die Sonderaufwendungen lag das operative EBITDA mit 3,92 Mio. € um rund ein Drittel unterhalb des Vorjahreswertes. Die operative EBITDA-Marge lag entsprechend bei 2,5 %.

Entwicklung von EBITDA und EBITDA-Marge



Quelle: euromicron, GBC

Vor dem Hintergrund der soliden Geschäftsentwicklung im 1. HJ 2015 bestätigte das Management des Unternehmens die Prognosen für das GJ 2015 und geht weiterhin von Umsatzerlösen zwischen 340 und 360 Mio. € sowie einer operativen EBITDA-Marge vor Restrukturierungskosten zwischen 6-8 % aus. Unter Berücksichtigung der Restrukturierungskosten soll die EBITDA-Marge bei 5-7 % liegen. Angesichts der zum Halbjahr hinter den Vorjahreswerten zurückliegenden Werte wird jedoch derzeit davon ausgegangen, dass die Prognosespanne am unteren Ende erreicht wird.

Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	GJ 2013	GJ 2014	HJ 2015
Eigenkapital	111,16	110,40	106,46
EK-Quote (in %)	35,1 %	38,4 %	35,5 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	65,37	64,78	106,60
Liquide Mittel	38,83	15,62	20,51
Nettoverschuldung	26,54	49,16	86,09
Operatives Anlagevermögen (inkl. Goodwill)	151,71	148,40	146,38
Net Working Capital	1,01	21,98	53,76

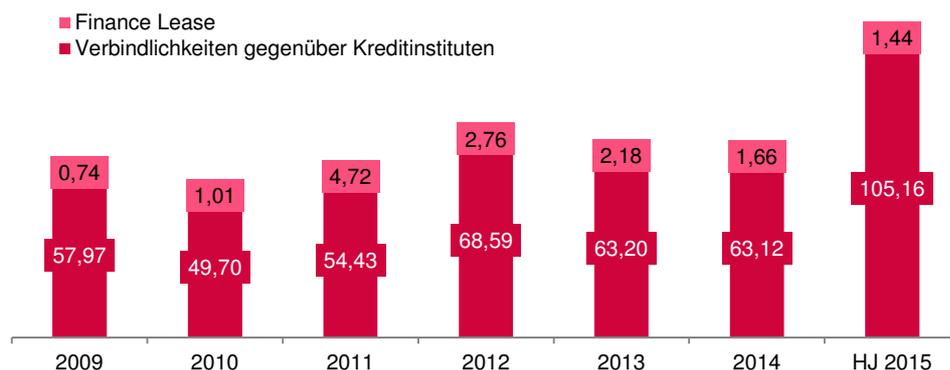
Quelle: euromicron, GBC

Bilanziell haben sich bei der euromicron AG in den vergangenen Perioden keine wesentlichen Verschiebungen ergeben. Vielmehr dominieren auf der Aktivseite unverändert die immateriellen Vermögenswerte in Höhe von 132,74 Mio. €, die einen Anteil von 44,3 % an der Bilanzsumme ausmachen.

Demgegenüber steht auf der Passivseite ein Eigenkapital in Höhe von 106,46 Mio. €. Dabei ist zu beachten, dass das Eigenkapital durch die Anpassung der Bilanzierungsfehler in den Jahren 2012 und 2013 um insgesamt 11,4 Mio. € reduziert wurde. Dennoch betrug die Eigenkapitalquote Ende des 1. HJ 2015 35,5 % was eine stabile Größenordnung darstellt.

Bei den zinstragenden Verbindlichkeiten war in den vergangenen drei Jahren jeweils eine leicht rückläufige Entwicklung zu verzeichnen. Im 1. HJ 2015 wurden diese jedoch durch die Aufnahme kurzfristiger Kredite auf 106,60 Mio. € erhöht. Dies ist jedoch ein saisonaler Effekt, der vor allem im Zuge der Vorfinanzierung von Projekten zu sehen ist, welche im 2. HJ 2015 abgearbeitet werden. Zum Jahresende hin sollte sich dies damit wieder nivellieren. Im weiteren Jahresverlauf 2015 soll zudem eine umfangreiche Restrukturierung der Finanzierungsstruktur des euromicron-Konzerns umgesetzt werden, vor allem hinsichtlich der Fristigkeit der zinsbaren Verbindlichkeiten.

Entwicklung der zinstragenden Verbindlichkeiten (in Mio. €)



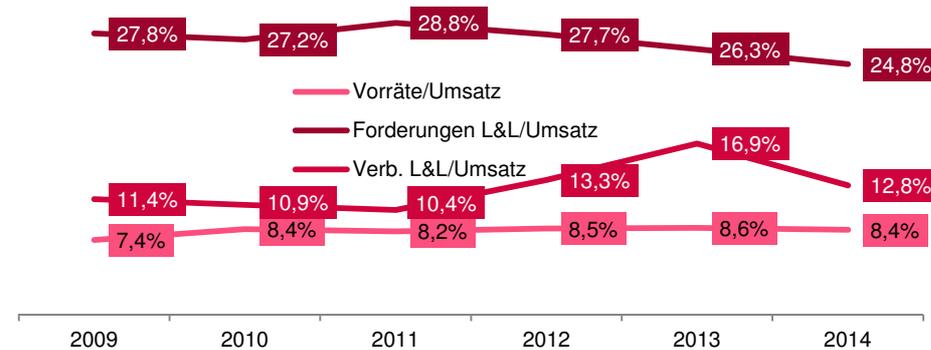
Quelle: euromicron, GBC

Der zum Ende des 1. Halbjahres erhöhte Working Capital-Bestand ist in erster Linie auf höhere Forderungsaufträge mit aktivischem Saldo zurückzuführen, was auf einen erhöhten Bestand an in Arbeit befindlichen Projekten zurückzuführen ist. Gleichzeitig reduzierten sich die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen. Insofern ist im weiteren Jahresverlauf mit einer Nivellierung der Working Capital-Relationen und mit einem entsprechenden Effekt auf den Cashflow zu rechnen.

Insgesamt wies die euromicron AG auf Ganzjahresbasis über die vergangenen Jahre hinweg stets sehr stabile Working Capital-Relationen auf. So waren z.B. bei der Relation

des Vorratsvermögens zu den Umsatzerlösen kaum Schwankungen zu verzeichnen. Hinsichtlich der Relation der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen konnten zuletzt sogar deutliche Verbesserungen und damit die Kapitalbindung reduziert werden. Dies dürfte auch im Zusammenhang mit dem in 2013 begonnenen Factoring zu sehen sein.

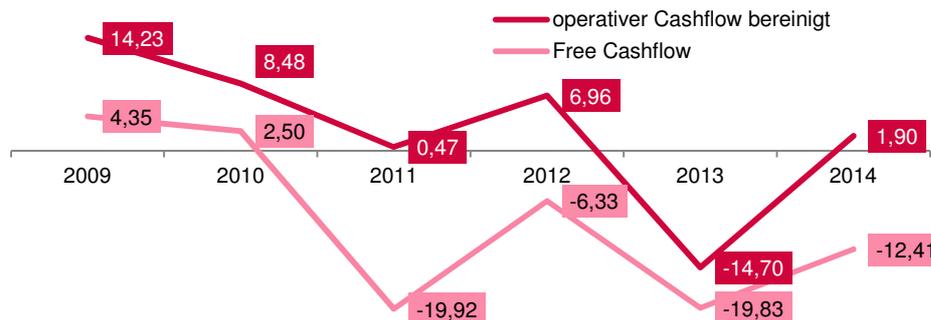
Entwicklung der Working Capital-Positionen zum Umsatz (in %)



Quelle: euromicron, GBC

Die hohe Working Capital-Effizienz ist einer der wesentlichen Faktoren für die gute Cashflow-Situation der euromicron AG. Im Betrachtungszeitraum seit 2009 wies das Unternehmen stets einen um Factoring-Effekte bereinigten positiven operativen Cashflow auf, mit Ausnahme des GJ 2013. Bereits im GJ 2014 konnte jedoch wieder ein positiver Wert erzielt werden. Die Bereinigung um Factoring-Effekte ist maßgeblich, um die Aussagekraft des operativen Cashflows beurteilen zu können, insbesondere weil zum einen das Factoringvolumen variiert und zum anderen weil im Rahmen des Factoring zum Bilanzstichtag teilweise Gelder aus bereits verkaufte Forderungen noch nicht an den Factorer weitergeleitet wurden und daraus eine kurzfristige Verbindlichkeit aus weiterzuleitenden Verbindlichkeiten entsteht. Dies ist jedoch ein Stichtageffekt, ohne Aussagekraft und muss daher bereinigt werden.

Entwicklung des bereinigten operativen Cashflows sowie des Free Cashflows (in Mio. €)



Quelle: euromicron, GBC

In den kommenden Perioden sollte die euromicron AG zudem wieder positive Free Cashflows erwirtschaften können. Das Investitionsvolumen (ohne Übernahmen) ist in den vergangenen Jahren jeweils sehr moderat gewesen und lag seit dem GJ 2009 im Durchschnitt bei 7,15 Mio. €. Da wir davon ausgehen, dass sich der CAPEX-Bedarf auch in den kommenden Jahren nicht wesentlich verändern wird, sollten positive operative Cashflows schon im laufenden GJ 2015, insbesondere aber auch in den Folgejahren, wieder erzielbar sein.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Führender Netzwerkspezialist mit einem flächendeckenden Niederlasungsnetz in Deutschland • Breites Produktportfolio mit den Bereichen Systemhaus, Herstellung und Distribution • Krisenresistentes Geschäftsmodell aufgrund breiter Kundendiversifikation • Gut positioniert im wachsenden Markt für intelligente Gebäudetechnik und kritische Infrastrukturen • Komfortabler Auftragsbestand von 121,5 Mio. € zum Jahresende 2014 	<ul style="list-style-type: none"> • Vergleichsweise hoher Goodwill in der Bilanz, welcher rund 40 % der Bilanzsumme ausmacht • Traditionell hoher Ergebnisbeitrag im vierten Quartal führt zu einer hohen Saisonalität des Geschäftsverlaufs • Relativ hohe Nettoverschuldung • Seit dem GJ 2012 deutlich niedrigere Margenniveaus als in den Vorjahren
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Verstärkung der Produkt- und Lösungskompetenz könnte das Margenniveau positiv beeinflussen • Bessere Nutzung von Synergieeffekten zwischen den Tochtergesellschaften könnte sich positiv auf die Umsatz- und Ertragslage auswirken • Der Markt für Smart Buildings und Kritische Infrastrukturen wächst bis zum Jahr 2024 voraussichtlich mit rund 20 % pro Jahr • Das Fokusthema Internet of Things und Industrie 4.0 steht noch am Anfang der Entwicklung und Marktdurchdringung. Daraus könnten sich enorme Wachstumspotenzial ergeben • Die euromicron AG könnte durch einen verstärkten Produktfokus eine verbesserte strategische Position bei Projekten erlangen und damit das Margenniveau heben 	<ul style="list-style-type: none"> • Das Wachstumstempo im Bereich des Internet of Things könnte langsamer ausfallen als derzeit erwartet • Die Entwicklung im Bereich des Internet of Things könnte in anderen Kernbereichen stattfinden, als in den von euromicron adressierten Bereichen • Die euromicron AG könnte auf Produkte und Lösungen setzen, die am Markt nicht so angenommen werden wie erwartet und damit das Wachstumstempo drücken • Das Heben von Synergien zwischen den Tochtergesellschaften könnte nicht in dem Maße gelingen wie geplant und damit das Wachstumstempo und den Margenzuwachs bremsen

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2014	GJ 2015e	GJ 2016e
Umsatzerlöse	346,34	341,59	351,48
EBITDA	21,15	17,31	24,50
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>6,1 %</i>	<i>5,1 %</i>	<i>7,0 %</i>
EBIT	11,45	2,81	15,25
<i>EBIT-Marge</i>	<i>3,3 %</i>	<i>0,8 %</i>	<i>4,3 %</i>
Konzernjahresergebnis	2,58	-2,78	7,25
EPS in €	0,36	-0,39	1,01

Quelle: GBC AG

Strategische Ausrichtung

Um auf sich wandelnden Märkten auch in Zukunft überproportionale Wachstumsraten erzielen zu können, hat die euromicron AG jüngst ihre strategische Ausrichtung gestrafft. Bereits heute realisiert das Unternehmen geschäftskritische Kommunikations- und Infrastrukturlösungen mit den Schwerpunkten *Intelligente Gebäudetechnik* und *Kritische Infrastrukturen*. Der Zugang zu den Kunden ist also bereits vorhanden. Nunmehr soll diese Ausrichtung noch stärker auf die zunehmende Digitalisierung der Geschäftsprozesse ausgerichtet werden. Damit wird den immer wichtiger werdenden und vor allem wachstumsstarken Trends wie dem Internet der Dinge oder Industrie 4.0 Rechnung getragen.

Bereits heute ist die euromicron AG in diese Richtung hin aufgestellt. Mit dem vernetzten Arbeitsplatzsystem „Primus 4.0“ der Tochter ELABO oder dem „Smart Office Switch“ von MICROSENS verfügt das Unternehmen bereits über Produkte, welche die Digitalisierung repräsentieren. In Zukunft soll das Produktportfolio nun weiter verstärkt und dem Kunden so der Zugriff auf ein breites Lösungsportfolio ermöglicht werden. Die Erweiterung soll bei sich bietenden Gelegenheiten auch durch Zukäufe verstärkt werden. Zudem sollen die Lösungen in Zukunft noch stärker über alle Konzerntöchter hinweg angeboten werden, wohingegen Synergien in der Vergangenheit vornehmlich projektgetrieben waren. Hierfür wurde ein Competence Center eingerichtet, welches für eine konzernweite Nutzung des Know-hows Sorge trägt.

In der Folge der strategischen Straffung sollte sich der Software- und Technologieanteil in Zukunft erhöhen. Damit sollte die euromicron AG einen höheren Anteil an der Wertschöpfung des Gesamtgewerkes erreichen und damit eine systemkritischere Position im Gesamtprojekt erlangen. Dies spricht für höhere Margen, die in Zukunft erzielt werden können.

Gleichzeitig hat das Management der euromicron AG für die kommenden Jahre eine verstärkte Konzentration auf die Erfolgsgrößen Rentabilität und Cashflow gelegt, nachdem in der Vergangenheit insbesondere der Umsatz die treibende Größe war.

Wir begrüßen die strategische Straffung, welche keine Neuorientierung der Gesellschaft beinhaltet, sondern auf den bestehenden Kompetenzen und Stärken aufsetzt. Insofern wird der Fokus auf margenstarke und zukunftssträchtige Lösungen und Technologien gerichtet. Wir sind der Überzeugung, dass diese Fokussierung ein richtiger Schritt ist, der dazu beitragen wird, das Unternehmen wieder zu alter Ertrags- und Cashflow-Stärke zurückzuführen. Das mittelfristige Margenziel von 8-11 % bis 2018 auf EBITDA-Basis sehen wir damit zumindest am unteren Ende der Spannbreite als sehr realistisches Ziel an.

Umsatzprognosen

Im Zuge der Reorganisation werden unter anderem auch drei Systemhausgesellschaften des Unternehmens verschmolzen und werden zukünftig unter der Firma euromicron Deutschland GmbH als ein nationales operierendes Systemhausgeschäft mit Fokus auf „Intelligente Gebäudetechnik“ betrieben. Die Systemhaustochter telent GmbH, die bereits heute national organisiert ist, wird unverändert den Themenbereich „Kritische Infrastrukturen“ bearbeiten. Auch die Holdingstrukturen werden gestrafft, um den Konzern kosteneffizienter aufzustellen. Bislang werden die Berichtssegmente noch regional unterteilt, könnten aber mit dem Jahresabschluss 2015 auf die Kompetenzbereiche umgestellt werden.

Für das GJ 2015 plant das Management der euromicron AG mit Umsatzerlösen zwischen 340 und 360 Mio. €, geht jedoch derzeit vom Erreichen der unteren Spanne aus. Auch wir erwarten, dass die Umsatzerlöse am unteren Ende der Prognosespanne bei 341,59 Mio. € liegen werden. Dabei erwarten wir für das Segment Nord ein leichtes Wachstum um 2 %, während wir für das Segment Süd zunächst von rückläufigen Erlösen in Höhe von 5,5 % ausgehen. Für das Segment WAN-services erwarten wir für 2015 Umsätze auf Vorjahresniveau. Das GJ 2014 war umsatzseitig von einigen Großaufträgen geprägt, wobei wir für 2015 davon ausgehen, dass weniger margenschwache Aufträge angenommen werden.

Jedoch sollte die Erschließung neuer Geschäftsfelder ab dem Jahr 2016 für ein verbessertes Wachstum in allen Segmenten sorgen. Für das Segment Nord erwarten wir auch für 2016 Wachstumsraten im mittleren einstelligen Prozentbereich, wobei im Segment Süd auf Grund der geplanten Veräußerung von Tochtergesellschaften ein flacheres Wachstum zu sehen sein sollte. Insgesamt sollte das Wachstumstempo in 2016 jedoch zunehmen und auf Konzernebene bei 2,9 % liegen. Entsprechend erwarten wir für das GJ 2016 ein Umsatzniveau von 351,48 Mio. €.

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

Segment	2013	2014	2015e	2016e
euromicron Nord	113,27	116,21	118,48	124,40
euromicron Süd	122,26	134,55	127,21	128,48
euromicron WAN Services	102,23	107,86	107,90	110,60
Zentrale Dienste und Konsolidierung	-12,08	-12,27	-12,00	-12,00
Summe	325,68	346,34	341,59	351,48

Wachstumsrate	2013	2014	2015e	2016e
euromicron Nord	8,1%	2,6%	2,0%	5,0%
euromicron Süd	-7,0%	10,0%	-5,5%	1,0%
euromicron WAN	-0,6%	5,5%	0,0%	2,5%
Wachstum gesamt	0,8%	6,3%	-1,4%	2,9%

Quelle: GBC

Ergebnisprognosen

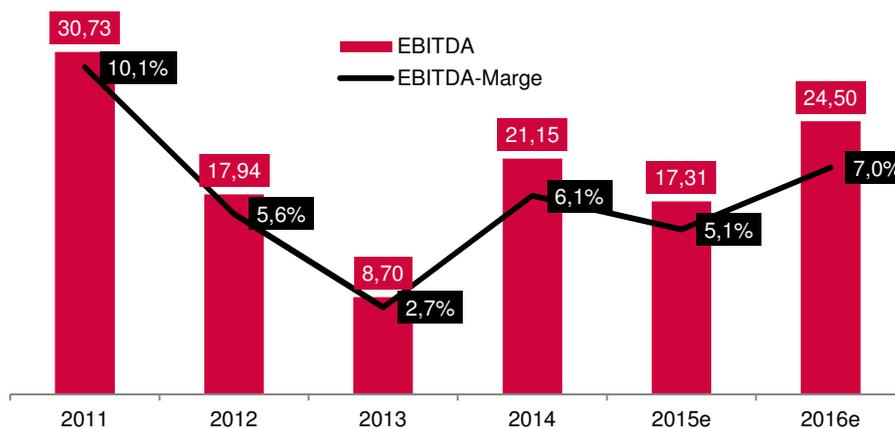
Auch auf der Ergebnisseite erwarten wir in 2016 deutliche Verbesserungen. Für das GJ 2015 dürften die noch schwächeren Umsatzerlöse sowie Reorganisationsmaßnahmen zur Stärkung der zukünftigen Ausrichtung der Gesellschaft das Ergebnis belasten. Der Effekt soll laut Unternehmensangaben rund 1 % EBITDA-Marge ausmachen, also rund 3,50 Mio. € betragen.

Die ergebnisbelastenden Effekte werden sich vornehmlich auf das Segment Süd konzentrieren. Hierbei machen sich die Integrationsmaßnahmen bemerkbar. Daher gehen wir für das Segment Süd von einem gegenüber 2014 reduzierten EBITDA aus (3,12 Mio. € 2015 vs. 6,17 Mio. € 2014). Für das Segment Nord erwarten wir hingegen ein EBITDA auf Vorjahresniveau. Die EBITDA-Marge sollte nach unserer Einschätzung bei rund 12,0 % stabil bleiben.

Insgesamt sollte sich das EBITDA im GJ 2015 damit auf 17,31 Mio. € belaufen, was einem Rückgang gegenüber 2014 in Höhe von 18,2 % entspricht. Die erwartete EBITDA-Marge liegt bei 5,1 %. Bereinigt um die einmaligen Reorganisationsaufwendungen beträgt die EBITDA-Erwartung jedoch 20,81 Mio. € und damit nur geringfügig um 1,6 % unter dem Vorjahresniveau. Die EBITDA-Marge liegt bereinigt bei 6,1 %.

Im Zuge der entfallenden Einmalaufwendungen, weiteren Skaleneffekte und der zunehmenden Synergieeffekte im Rahmen der konzernweit verbesserten Nutzung von Technologien und Lösungen sowie der Veräußerung nicht profitabler Geschäftsbereiche sollte in 2016 dann ein deutlicher Sprung des EBITDA auf 24,50 Mio. € erreicht werden können. Für 2016 erwarten wir über alle drei Segmente hinweg steigende EBITDA- und Margen-Beiträge.

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



Quelle: GBC

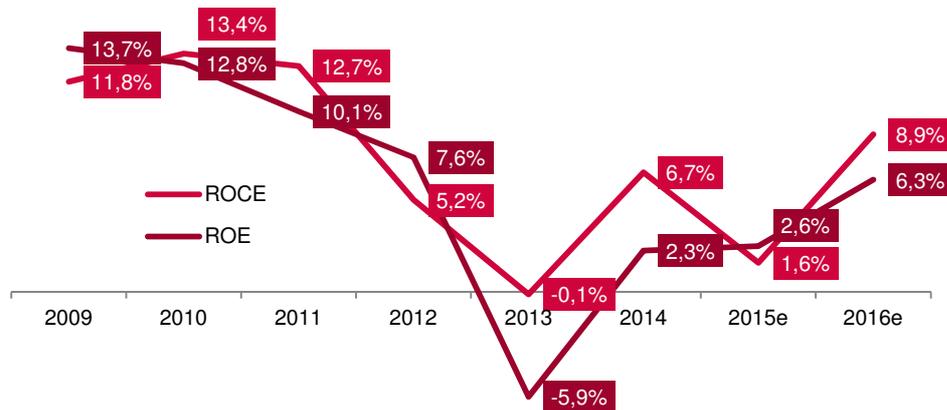
Für das GJ 2015 haben wir in unseren Prognosen eine mögliche Korrektur von Firmenwerten im Rahmen der geplanten Veräußerung von unprofitablen Beteiligungen berücksichtigt. Gemäß den Aussagen des Vorstandes auf der diesjährigen Hauptversammlung könnten in diesem Zusammenhang eventuell Wertberichtigungen in Höhe eines mittleren einstelligen Millionenbetrages anfallen. Entsprechend haben wir einen Wert 5,0 Mio. € berücksichtigt.

Das Konzernergebnis bzw. das EPS dürften daher in 2015 negativ ausfallen. Demzufolge erwarten wir für 2015 ein Konzernergebnis in Höhe von -2,78 Mio. €. 2016 erwarten wir dann hingegen eine deutliche Verbesserung auf 7,25 Mio. €, wobei sich neben der Umsatzverbesserung und der operativen Straffung auch der Wegfall von Sonderaufwendungen bemerkbar machen sollte.

Mittelfristig halten wir das Ziel des Managements, EBITDA-Margen in einer Größenordnung von 8-11 % wieder zu erreichen, für durchaus realistisch. Dies haben wir in unseren Mittelfristplanungen noch nicht reflektiert, womit wir unsere Erwartungen, als auch das Kursziel als konservativ einstufen.

Im Zuge der Verbesserung der Ergebnisse erwarten wir auch eine Steigerung der Kapitalrenditen. Bereits für 2016 rechnen wir wieder mit einer Eigenkapitalrendite (ROE) in Höhe von 6,3 % sowie einer Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE) von 8,9 %. Damit ist das Erreichen der historischen Werte im zweistelligen Bereich voraussichtlich auf mittelfristige Sicht wieder greifbar.

Erwartete Entwicklung der Kapitalrenditen (in %)



Quelle: GBC

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die euromicron AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2015 und 2016 in Phase 1, erfolgt von 2017 bis 2022 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 3,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 7,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der euromicron AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Hinweis: Seit dem 28.01.2015 verwenden wir nicht mehr den Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen, mit der Untergrenze von 2 %, für die Bestimmung des risikolosen Zinssatzes sondern eine neue Methodik.

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

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,79 (bisher: 1,61).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,1 % (bisher: 10,8 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 75 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,2 % (bisher: 9,4 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,2 % errechnet.

Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2016 entspricht als Kursziel 15,50 €. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 21,50 € nach unten angepasst.

DCF-Modell

euromicron - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Wertetreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	7,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	6,5%
Working Capital zu Umsatz	9,0%

final - Phase	
ewiges Umsatzwachstum	2,0%
ewige EBITA - Marge	4,5%
effektive Steuerquote im Endwert	30,0%

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	341,59	351,48	361,95	372,74	383,85	395,29	407,07	419,20	
<i>US Veränderung</i>	-1,4%	2,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	2,35	2,46	2,59	2,72	2,85	2,98	3,12	3,26	
EBITDA	17,31	24,50	25,34	26,09	26,87	27,67	28,49	29,34	
<i>EBITDA-Marge</i>	5,1%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	
EBITA	7,81	15,25	16,06	17,00	17,95	18,90	19,88	20,86	
<i>EBITA-Marge</i>	2,3%	4,3%	4,4%	4,6%	4,7%	4,8%	4,9%	5,0%	4,5%
Steuern auf EBITA	14,34	-4,74	-4,82	-5,10	-5,38	-5,67	-5,96	-6,26	
<i>zu EBITA</i>	-183,7%	31,1%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	22,15	10,51	11,25	11,90	12,56	13,23	13,91	14,60	
Kapitalrendite	13,0%	6,2%	6,5%	6,9%	7,4%	7,8%	8,3%	8,7%	8,0%
Working Capital (WC)	25,44	29,57	32,58	33,55	34,55	35,58	36,64	37,73	
<i>WC zu Umsatz</i>	7,4%	8,4%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	
<i>Investitionen in WC</i>	-3,46	-4,13	-3,01	-0,97	-1,00	-1,03	-1,06	-1,09	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	145,40	142,65	139,87	137,28	134,86	132,59	130,47	128,49	
<i>AFA auf OAV</i>	-9,50	-9,25	-9,27	-9,09	-8,92	-8,77	-8,62	-8,48	
<i>AFA zu OAV</i>	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	
Investiertes Kapital	170,84	172,21	172,45	170,83	169,41	168,17	167,11	166,22	
EBITDA	17,31	24,50	25,34	26,09	26,87	27,67	28,49	29,34	
Steuern auf EBITA	14,34	-4,74	-4,82	-5,10	-5,38	-5,67	-5,96	-6,26	
Investitionen gesamt	-14,96	-10,63	-9,51	-7,47	-7,50	-7,53	-7,56	-7,59	
<i>Investitionen in OAV</i>	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	
<i>Investitionen in WC</i>	-3,46	-4,13	-3,01	-0,97	-1,00	-1,03	-1,06	-1,09	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	-5,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	16,69	9,13	11,01	13,52	13,99	14,47	14,97	15,49	138,91

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	139,38	143,07
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	64,34	61,12
<i>Barwert des Continuing Value</i>	75,04	81,94
Nettoschulden (Net debt)	36,17	31,34
Wert des Eigenkapitals	103,21	111,73
Fremde Gewinnanteile	-0,45	-0,48
Wert des Aktienkapitals	102,76	111,24
Ausstehende Aktien in Mio.	7,18	7,18
Fairer Wert der Aktie in EUR	14,32	15,50

Kapitalkostenermittlung:

<i>risikolose Rendite</i>	1,3%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	1,79
Eigenkapitalkosten	11,1%
<i>Zielgewichtung</i>	75,0%
Fremdkapitalkosten	5,0%
<i>Zielgewichtung</i>	25,0%
Taxshield	28,7%
WACC	9,2%

Kapitalrendite	WACC				
	8,6%	8,9%	9,2%	9,5%	9,8%
7,5%	15,89	15,19	14,55	13,97	13,43
7,8%	16,42	15,69	15,03	14,42	13,86
8,0%	16,96	16,20	15,50	14,87	14,28
8,3%	17,49	16,70	15,98	15,31	14,71
8,5%	18,03	17,20	16,45	15,76	15,13

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-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 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. Aktiensplits, 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/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,5b,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine inhaltliche 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 inhaltliche Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligt 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 mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Susanne Klebl, Email: klebl@gbc-ag.de.

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

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

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Jörg Grunwald, Vorstand

§ 3 Urheberrechte

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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