



Researchstudie (Update)

euromicron

Solider Umsatz im fortgeführten Kerngeschäft im 1. HJ 2018

-

Rentabilitätssteigerungsmaßnahmen wurden eingeleitet

-

Organisches Wachstum in 2018 erwartet

Kursziel: 11,45 € (bislang: 11,45 €)

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 14

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: 20.08.2018 (09:45 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 20.08.2018 (10:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2019

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

Rating: KAUFEN
Kursziel: 11,45 €

Aktueller Kurs: 5,60
17.08.2018 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1K0300
WKN: A1K030
Börsenkürzel: EUCA

Aktienanzahl³: 7,176

Marketcap³: 40,19
Enterprise Value³: 141,58
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 100,00 %

Transparenzlevel:
Prime Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
EQUINET BANK AG

Analysten:

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Unternehmensprofil

Branche: Technologie

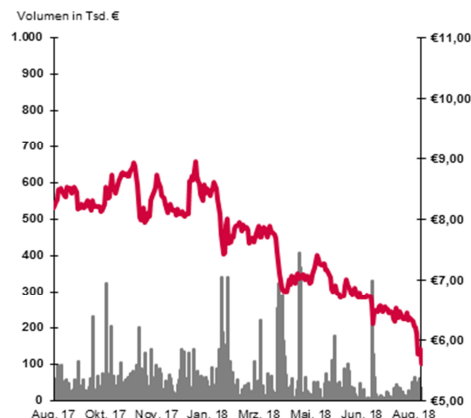
Fokus: Digitalisierung von Infrastrukturen und
Vernetzung von IT-Strukturen

Mitarbeiter: 1.875 (Stand: 30.06.2018)

Gründung: 1998

Firmensitz: Frankfurt am Main

Vorstand: Bettina Meyer, Jörn Trierweiler



Die euromicron-Gruppe vereint mittelständische Hightech-Unternehmen aus den Zielmärkten „Digitalisierte Gebäude“, „Industrie 4.0“ und „Kritische Infrastrukturen“. Als deutscher Spezialist für digitalisierte Infrastrukturen versetzt euromicron ihre Kunden in die Lage, Geschäfts- und Produktionsprozesse zu vernetzen und damit erfolgreich den Weg in die digitale Zukunft zu beschreiten. Beginnend von der Konzeption und Implementierung über den Betrieb bis hin zu intelligenten Serviceleistungen liefern die Unternehmen der euromicron-Gruppe ihren Kunden maßgeschneiderte Lösungen für Technologien, Systemintegration und Smart Services und sorgen für die hierfür notwendigen IT-, Netzwerk- und Sicherheitsinfrastrukturen. Das Unternehmen ist in der Lage, auch vorhandene Kunden-Infrastrukturen sukzessive in das digitale Zeitalter zu übertragen/transformieren. Durch diese Kompetenz hilft die euromicron-Gruppe ihren Kunden dabei, Flexibilität und Effizienz im eigenen Unternehmen zu steigern, sowie mit der Entwicklung neuer Geschäftsmodelle den Grundstein für den Unternehmenserfolg von morgen zu legen.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018e	31.12.2019e
Umsatz	325,31	332,91	353,77	364,52
EBITDA	7,39	9,50	13,92	16,81
EBIT	-2,26	1,10	5,17	8,06
Konzernjahresergebnis	-12,66	-3,77	0,05	2,07

Kennzahlen in EUR

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

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,44	0,43	0,40	0,39
EV/EBITDA	19,16	14,90	10,17	8,42
EV/EBIT	neg.	128,71	27,38	17,57
KGV	neg.	neg.	803,71	19,41
KBV			0,57	

Finanztermine

08.11.2018: Veröffentlichung 9M-Bericht
11.12.2018: 26. MKK

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
02.07.2018: RS / 11,45 / KAUFEN
14.11.2017: RS / 10,50 / KAUFEN
01.09.2017: RS / 10,50 / KAUFEN
09.05.2017: RS / 10,50 / KAUFEN

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 15

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Im 1. HJ 2018 erzielte die euromicron AG Umsatzerlöse in Höhe von 150,65 Mio. €, welche leicht unter dem Vorjahresniveau von 153,64 Mio. € lagen. Bereinigt um Umsatzeffekte aus zwischenzeitlich veräußerten bzw. aufgegebenen Geschäftsbereichen (Effekt: 4,5 Mio. €) ergibt sich jedoch im ersten Halbjahr 2018 ein Umsatzwachstum im fortgeführten Kerngeschäft von rund 1,0% oder 1,5 Mio. €. Die beiden Segmente „Kritische Infrastrukturen“ und „Distribution“ haben sich hierbei erneut als verlässliche Umsatzlieferanten erwiesen.
- Die solide Umsatzentwicklung schlug sich auch in den operativen Ergebniskennzahlen nieder. So konnte das operative EBITDA im ersten Halbjahr 2018 leicht von 0,65 Mio. € auf 0,76 Mio. € verbessert werden. Darüber hinaus wurde das Ergebnis auch wesentlich durch Sonderkosten in Höhe von rund 2,5 Mio. € (VJ: 1,5 Mio. €) belastet. Entsprechend betrug das Nettoergebnis nach den ersten sechs Monaten des GJ 2018 -7,13 Mio. € (VJ: -5,48 Mio. €).
- Die Auftragseingänge aus den fortgeführten Geschäftsbereichen des euromicron-Konzerns lagen im ersten Halbjahr 2018 mit 159,8 Mio. € um -4,2% unterhalb des Vorjahresniveaus von 166,8 Mio. €. Der Auftragsbestand des fortgeführten Kerngeschäfts konnte hingegen im Vergleich zum Vorjahr um 3,5% auf 139,1 Mio. € (VJ: 134,4 Mio. €) gesteigert werden.
- Der um Factoring-Effekte bereinigte operative Cashflow des Technologieunternehmens beläuft sich im ersten Halbjahr 2018 auf -3,2 Mio. € (VJ: -11,1 Mio. €) und konnte damit im Vergleich zum Vorjahr deutlich um 7,9 Mio. € verbessert werden. Hauptursächlich hierfür waren positive Effekte aus dem Working-Capital-Abbau (Effekt: 5,7 Mio. €).
- Hervorzuheben ist, dass die strategische Neuausrichtung der Gesellschaft auf die Wachstumsmärkte „IoT“ oder „Industrie 4.0“ zunehmend Früchte trägt. Zudem werden die eingeleiteten Maßnahmen zur Reduzierung des Working Capitals verstärkt in der Bilanz sichtbar.
- Für das GJ 2018 erwarten wir eine Umsatz- und Ergebnisverbesserung im Vergleich zum Vorjahr. Während wir umsatzseitig von 353,77 Mio. € ausgehen, erwarten wir ergebnisseitig ein ausgewiesenes EBITDA in Höhe von 13,92 Mio. €. Hierin sind nochmals Sonderkosten, insbesondere im Zusammenhang mit Rechts- und Beratungskosten sowie Konzernfinanzierungskosten auf Ebene der euromicron AG, in Höhe von 4,00 Mio. € enthalten. Auf bereinigter Basis sollte damit ein operatives EBITDA (bereinigt um Sonderkosten) von 17,92 Mio. € erzielt werden können, was einer operativen EBITDA-Marge von 5,1% entspricht. Für das Folgejahr 2019 erwarten wir bei rückläufigen Sonderkosten ein operatives EBITDA von 17,81 Mio. € und hierbei eine operative EBITDA-Marge von 4,9%. Unter Berücksichtigung der erwarteten Sonderkosten sollte hierbei ein ausgewiesenes EBITDA von 16,81 Mio. € erzielt werden können.
- **Vor dem Hintergrund des soliden ersten Halbjahres und der vom Management bestätigten Guidance für das laufende Geschäftsjahr, haben auch wir unsere Prognosen für das GJ 2018 und GJ 2019 beibehalten. Entsprechend haben wir auch unser Kursziel für die euromicron AG unverändert belassen. Der faire Wert auf der Grundlage unseres DCF-Modells beträgt weiterhin 11,45 €. Angesichts des aktuellen Kursniveaus ergibt sich daraus unverändert das Rating KAUFEN. Auf Basis der verstärkten Positionierung in den Wachstumsmärkten „IoT“ und „Industrie 4.0“ sowie der weiteren geplanten Optimierung des Geschäftsmodells der euromicron AG, sind wir davon überzeugt, dass langfristig deutlich höhere Rentabilitätsniveaus erreicht werden können.**

INHALTSVERZEICHNIS

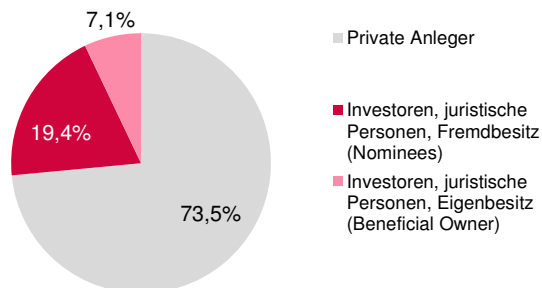
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Gruppenübersicht	4
Geschäftsentwicklung 1. HJ 2018.....	5
Umsatzentwicklung	5
Ergebnisentwicklung	6
Prognose und Modellannahmen	9
Umsatzprognosen	9
Ergebnisprognosen	10
Bewertung	12
Modellannahmen	12
Bestimmung der Kapitalkosten	12
Bewertungsergebnis	12
DCF-Modell.....	13
Anhang	14

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	30.06.2018
Private Anleger	73,49%
Investoren, juristische Personen, Fremdbesitz (Nominees)	19,43%
Investoren, juristische Personen, Eigenbesitz (Beneficial Owner)	7,08%

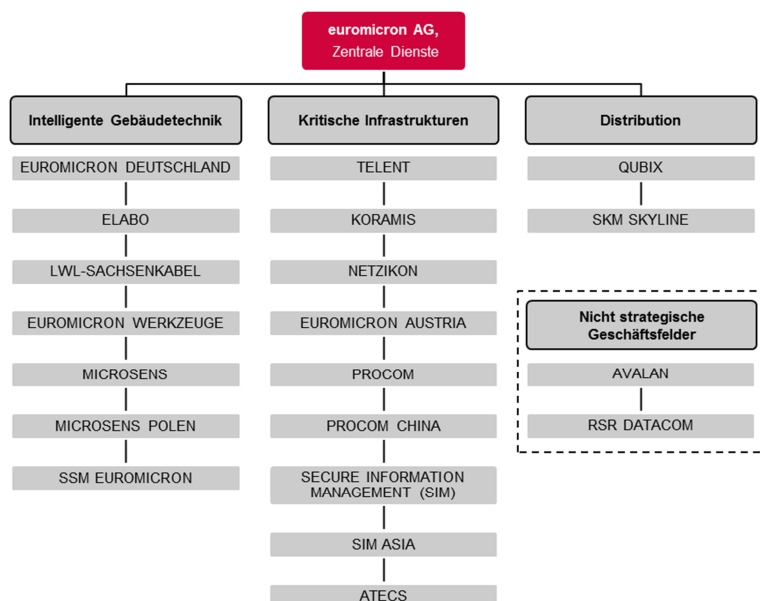
Quelle: euromicron AG; GBC AG



Anteilseigner mit einer Beteiligungsquote von bis zu 5,00%	30.06.2018
Carl Ernst Veit Paas	5,00%
LAZARD FRERES GESTION S.A.S.	3,47%
Christian Bischoff	3,04%
Universal-Investment-GmbH	3,01%

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

Geschäftsentwicklung 1. HJ 2018

GuV (in Mio. €)	1.HJ 2017	Δ zum VJ	1.HJ 2018
Umsatzerlöse	153,64	-2,0%	150,65
EBITDA (Marge)	-0,88 (neg.)	n.A.	-1,69 (neg.)
EBITDA bereinigt (operativ)*	0,65	+16,9%	0,76
EBITDA-Marge bereinigt (operativ)*	0,4%	+25,0%	0,5%
EBIT (Marge)	-5,08 (neg.)	n.A.	-6,50 (neg.)
EBIT bereinigt (operativ)*	-3,55	n.A.	-4,05
Konzernjahresergebnis	-5,48	n.A.	-7,13
EPS in €	-0,76	n.A.	-0,99

Quelle: euromicron AG; GBC AG *bereinigt um Sonderkosten (Vorjahr: Sondereffekte der Reorganisation)

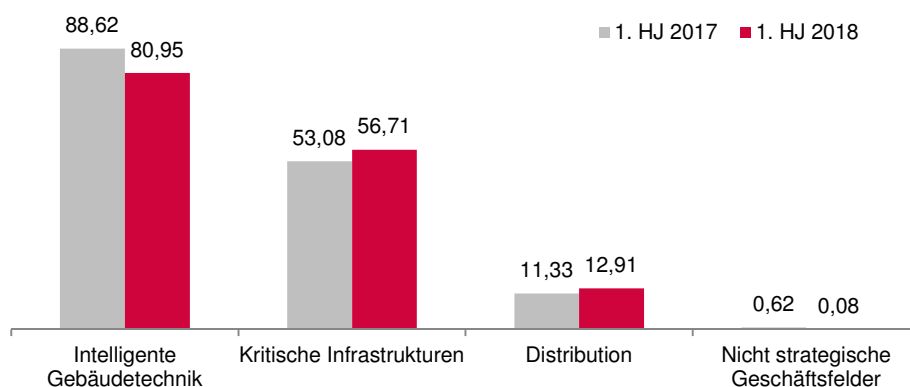
Umsatzentwicklung

Im ersten Halbjahr 2018 betrug der Konzernumsatz 150,65 Mio. € und lag damit leicht unter dem Niveau des Vorjahres (VJ: 153,64 Mio. €). Hierbei ist jedoch anzumerken, dass im ersten Halbjahr des Vorjahres noch die Umsatzerlöse des zum 30. April 2017 veräußerten Geschäftsbereichs „Telekommunikation“ der euromicron Deutschland GmbH mit rund 4,00 Mio. € enthalten waren, die im ersten Halbjahr 2018 nicht mehr wirkten. Zudem waren im ersten Halbjahr 2017 noch Außenumsatzerlöse von aufgegebenen Geschäftsbereichen in Höhe von 0,60 Mio. € enthalten, während diese im laufenden Geschäftsjahr nur noch einen Wert von 0,10 Mio. € erreichten. Bereinigt um diese Umsatzeffekte von insgesamt 4,50 Mio. € wurde im ersten Halbjahr 2018 ein Umsatzwachstum im fortgeführten Kerngeschäft um 1,50 Mio. € oder um rund 1,0% erzielt.

Zu dieser soliden Umsatzentwicklung haben insbesondere die Bereiche „Kritische Infrastrukturen“ und „Distribution“ beigetragen. Im zweitgrößten Segment „Kritische Infrastrukturen“ konnten die Außenumsatzerlöse spürbar um 6,8% auf 56,71 Mio. € (VJ: 53,08 Mio. €) gesteigert werden. Zu dieser positiven Geschäftsentwicklung hat insbesondere das Systemintegrationsgeschäft dieses Geschäftssegments beigetragen, wobei dieses vor allem durch die Tochtergesellschaft telent getragen wird.

Das volumenmäßig kleinste Geschäftssegment „Distribution“ konnte eine ebenso positive Geschäftsentwicklung erzielen. So konnten die Segmentumsatzerlöse deutlich um 13,9% auf 12,91 Mio. € (VJ: 11,33 Mio. €) anwachsen. Hierzu hat die gute Marktpositionierung der italienischen Tochtergesellschaft QUBIX S.p.A und das allgemein günstige Marktumfeld beigetragen.

Entwicklung der Außenumsatzerlöse nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: euromicron AG; GBC AG

Im größten Geschäftssegment „Intelligente Gebäudetechnik“ musste hingegen ein Umsatzrückgang um -8,7% auf 80,95 Mio. € (VJ: 88,62 Mio. €) verzeichnet werden. Dies ist mit -4,00 Mio. € auf den bereits dargestellten Umsatzeffekt des veräußerten Geschäftsbereichs Telekommunikation der euromicron Deutschland GmbH zurückzuführen. Der verbleibende Umsatzrückgang in Höhe von -3,70 Mio. € resultiert im Wesentlichen aus niedrigeren Umsatzerlösen im Systemintegrationsgeschäft dieses Segments, wobei dies auch durch Projektverschiebungen bedingt ist.

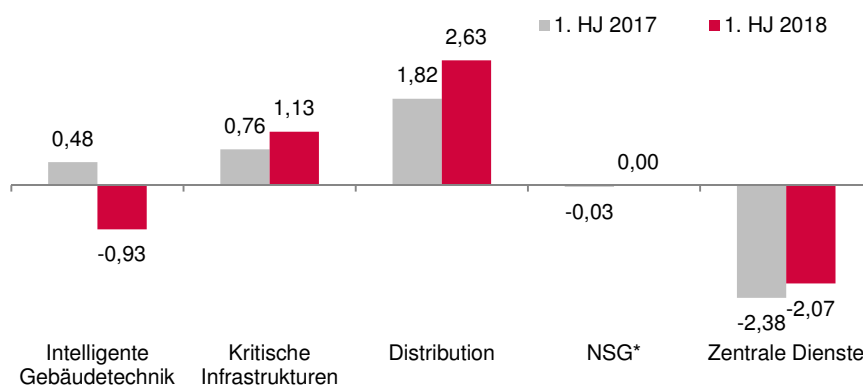
Rückläufig hat sich auch der Auftragseingang des euromicron-Konzerns entwickelt. Dieser hat sich im fortgeführten Kerngeschäft im ersten Halbjahr 2018 im Vergleich zum ersten Halbjahr 2017 moderat um -4,2% auf 159,75 Mio. € vermindert. Jedoch verfügt der Konzern unseres Erachtens nach mit einem Auftragsbestand des Kerngeschäfts in Höhe von 139,13 Mio. €, welcher 3,5% über dem Vorjahreswert liegt, über eine weiterhin gute Basis für die weitere Geschäftsentwicklung im laufenden Geschäftsjahr 2018.

Insgesamt bleibt festzuhalten, dass die Umsatzentwicklung der euromicron AG im ersten Halbjahr 2018 aufgrund der soliden Geschäftsentwicklung und der laufenden Transformationsphase zufriedenstellend war. Die Geschäftsfelder „Kritische Infrastrukturen“ und „Distribution“ haben sich erneut als verlässliche Umsatzlieferanten erwiesen. Die bereits begonnene Transformationsphase zielt darauf ab, das Geschäftsmodell der euromicron-Gruppe weiter zu optimieren und damit die Konzernrentabilität sukzessive zu erhöhen.

Ergebnisentwicklung

Die solide Umsatzentwicklung spiegelt sich ebenso in der operativen Ergebnisentwicklung der euromicron AG wider. So konnte das um Sonderkosten bereinigte (operative) Ergebnis leicht auf 0,76 Mio. € (VJ: 0,65 Mio. €) zulegen. Insbesondere die Segmente „Kritische Infrastrukturen“ und „Distribution“ haben hierzu beigetragen.

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



Quelle: euromicron AG; GBC AG

*NSG = Nicht strategische Geschäftsfelder

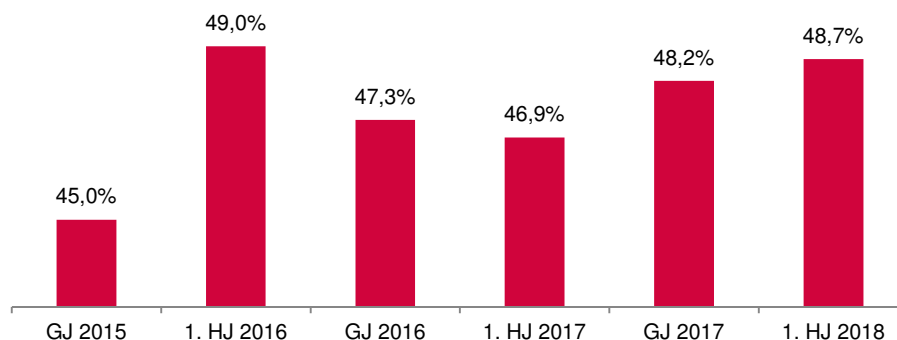
So konnte im Segment „Kritische Infrastrukturen“ parallel zur positiven Umsatzentwicklung auch das operative EBITDA um 48,7% auf 1,13 Mio. € gesteigert werden, was insbesondere durch die positive Entwicklung des Systemintegrationsgeschäfts dieses Geschäftsbereichs bedingt war. Einer noch stärkeren Ergebnisverbesserung standen Investitionen in den Aufbau von höher qualifiziertem Personal zur Erschließung neuer Geschäftsfelder im Bereich Digitalisierung entgegen.

Ein noch stärkeres Ergebniswachstum konnte im Geschäftsbereich „Distribution“ erzielt werden, der damit auch deutlich vom Segmentumsatzwachstum profitierte. So konnte das operative EBITDA um 44,5% auf 2,63 Mio. € zulegen (VJ: 1,82 Mio. €). Hauptsächlich hierfür war die verbesserte Rohertragsmarge des abgesetzten Produktmixes.

Ebenso konnten durch Optimierungsmaßnahmen Verbesserungen im Bereich „zentrale Dienste“ (Holdingkosten) erreicht werden. Entsprechend konnte das negative operative EBITDA dieses Bereichs durch Kosteneinsparungen in Höhe von 0,31 Mio. € auf -2,07 Mio. € (VJ: -2,38 Mio. €) gesenkt werden.

Entgegengesetzt entwickelte sich das Segment „Intelligente Gebäudetechnik.“ Wie in der Umsatzentwicklung dargestellt, musste in diesem Geschäftssegment in den vergangenen sechs Monaten ein Umsatzrückgang verzeichnet werden, was sich ebenso negativ auf das Segmentergebnis ausgewirkt hat. Entsprechend hat sich das operative Ergebnis von im Vorjahr 0,48 Mio. € auf -0,93 Mio. € rückläufig entwickelt. Insbesondere fehlende Deckungsbeiträge aufgrund unter Vorjahr liegender Umsatzerlöse im Systemintegrationsgeschäft waren hierfür verantwortlich.

Entwicklung der Rohertragsmarge (in %)



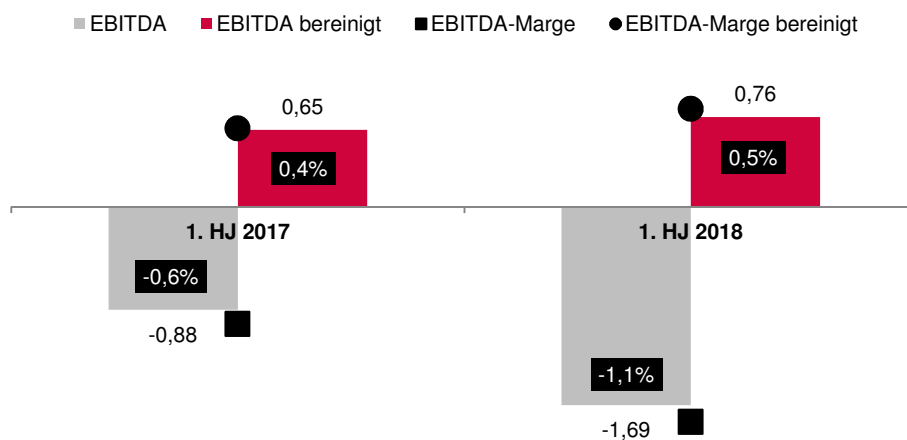
Quelle: euromicron AG; GBC AG

Die Rohertragsmarge (Umsatzerlöse/abzgl. Materialaufwendungen) lag im ersten Halbjahr 2018 mit 48,7% über dem Niveau des Vorjahres (46,9%) und auch generell auf einem überdurchschnittlichen Niveau der vergangenen Jahre. Dies ist durch eine mit 51,3% niedrigere Materialaufwandsquote im Vergleich zum Vorjahr (53,1%) bedingt. Zu dieser Verbesserung hat insbesondere ein geringerer Fremdleistungsanteil geführt.

Ebenso angestiegen sind um 1,1% auf 55,4 Mio. € (VJ: 54,8 Mio. €) die Personalaufwendungen (bereinigt um Sonderkosten) der euromicron-Gruppe. Dieser Anstieg ist hauptsächlich durch die leichte Erhöhung der Mitarbeiterzahl auf 1.875 Mitarbeiter (VJ: 1.816 Mitarbeiter) bedingt.

Des Weiteren sind im ersten Halbjahr 2018 auch Sonderkosten im Zusammenhang mit Optimierungsmaßnahmen von Geschäftsbereichen sowie für Beratungsleistungen angefallen. In Summe beliefen sich diese Sonderkosten auf 2,50 Mio. € und lagen damit über dem Vorjahreswert von 1,50 Mio. €. Entsprechend hat sich das Nettoergebnis im Vergleich zum Vorjahr von -5,48 Mio. € auf -7,13 Mio. € rückläufig entwickelt.

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



Quelle: euromicron AG; GBC AG

Darüber hinaus konnte in den vergangenen sechs Monaten auch der um Factoring-Effekte bereinigte operative Cashflow gestärkt werden. Dieser konnte im Vergleich zum Vorjahr um 7,9 Mio. € auf -3,2 Mio. € (VJ: -11,1 Mio. €) deutlich verbessert werden. Dies resultiert mit 5,7 Mio. € maßgeblich aus positiven Effekten aus dem vorgenommenen Working-Capital-Abbau.

Die operative Ergebnisentwicklung der euromicron AG war im ersten Halbjahr 2018 zufriedenstellend und lag auch im Rahmen der Erwartungen des Managements. Die unterschiedlichen Geschäftsentwicklungen der Kernbereiche haben in Summe zu einer soliden operativen Entwicklung geführt. Die höher als erwartet ausgefallenen Sonderkosten, mit entsprechend negativen Effekten auf das Nettoergebnis, spiegeln auch ein Stück weit die aktuelle Gesamtsituation (Transformationsphase) des Unternehmens wider und sind für eine solche Phase nicht untypisch. Aufgrund der von uns erwarteten weiteren Fortschritte im Hinblick auf die Geschäftsmodelloptimierung gehen wir jedoch davon aus, dass die Sonderkosten in den kommenden Jahren abnehmen werden.

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e
Umsatzerlöse	332,91	353,77	364,52
EBITDA (Marge)	9,50 (2,9%)	13,92 (3,9%)	16,81 (4,6%)
EBIT (Marge)	-1,10 (0,3%)	5,17 (1,5%)	8,06 (2,2%)
Konzernjahresergebnis	-3,77	0,05	2,07
EPS in €	-0,53	0,01	0,29

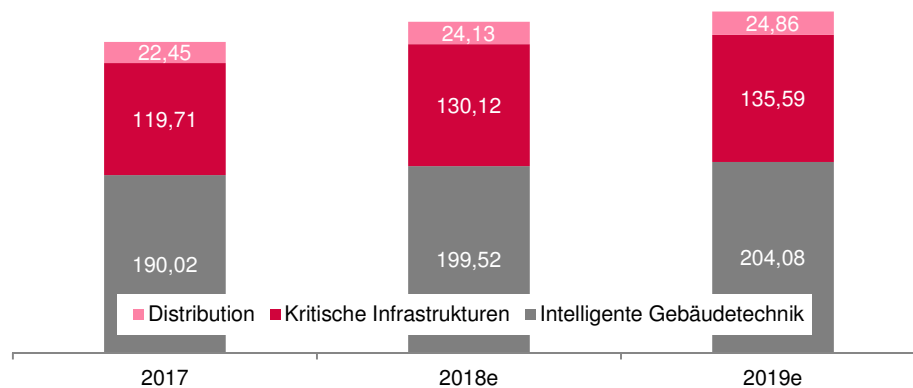
Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen

Auf Basis der soliden Geschäftsentwicklung in den ersten sechs Monaten des Geschäftsjahres 2018, hat die euromicron AG ihre herausgegebene Guidance für 2018 bestätigt. Unverändert wird hierbei für das GJ 2018 ein Umsatzvolumen in einer Bandbreite von 340,00 Mio. € bis 360,00 Mio. € und eine operative EBITDA-Marge zwischen 4,0% und 5,0% erwartet. Vor dem Hintergrund des im Rahmen unserer Erwartungen liegenden Umsatzes für das 1. HJ 2018, bestätigen auch wir unsere Erwartungshaltung für die GJ 2018 und 2019.

Für das laufende Geschäftsjahr 2018 erwarten wir einen Umsatz in Höhe von 353,77 Mio. €, was ungefähr dem Erreichen der mittleren Bandbreite der Konzernprognose entsprechen würde. Bereits über die vergangenen sechs Monate des aktuellen Geschäftsjahres konnten rund 43,0% des von uns erwarteten Umsatzvolumens erwirtschaftet werden und das vor dem Hintergrund des traditionell stärkeren zweiten Halbjahres. Wir gehen davon aus, dass die Geschäftslage der euromicron-Gruppe in der zweiten Jahreshälfte deutlich anziehen wird.

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



Quelle: GBC AG

Des Weiteren erwarten wir, dass insbesondere der Bereich „Kritische Infrastrukturen“ sehr dynamisch wächst. Konkret kalkulieren wir für das volumenmäßig zweitgrößte Segment mit einem Umsatzwachstum von 8,7% im Vergleich zum Vorjahr auf 130,12 Mio. €.

Für das größte Segment „Intelligente Gebäudetechnik“ erwarten wir im Vergleich zum Vorjahr einen moderaten Umsatzanstieg von 5,0% auf 199,52 Mio. €. In Anbetracht des Halbjahresumsatzes in Höhe von rund 80,95 Mio. €, was aktuell rund 40,0% unserer Segmentprognose entspricht, rechnen wir somit mit einer deutlichen Geschäftsbelegung innerhalb der zweiten Jahreshälfte 2018.

Ein ebenso deutliches Wachstum kalkulieren wir für das Segment „Distribution.“ Für das kleinste Segment rechnen wir im Vergleich zum Vorjahr mit einem Umsatzanstieg um 7,5% auf 24,13 Mio. €. Bereits zum Halbjahr konnte rund 53,0% der erwarteten Segmentumsatzprognose erwirtschaftet werden.

Für das Folgejahr 2019 gehen wir von einer Fortsetzung des erwarteten Wachstumskurses aus und kalkulieren mit einem Umsatzanstieg von 3,0% auf 364,52 Mio. €. Die verstärkte Positionierung des Technologiekonzerns innerhalb der Wachstumsmärkte „IoT“ (Internet of Things) und „Industrie 4.0“ sowie der weitere Ausbau des Innovationsgeschäfts sollten hierzu beitragen.

Ergebnisprognosen

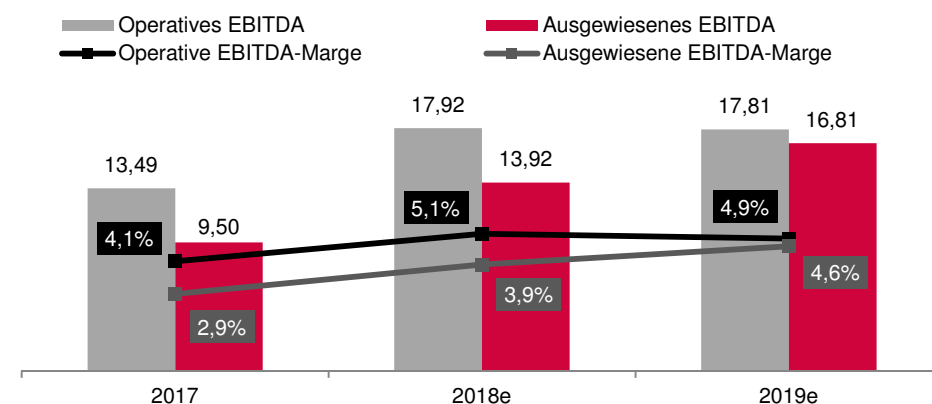
Vor dem Hintergrund der bestätigten Guidance für 2018 erwartet die euromicron-Gruppe für das Geschäftsjahr 2018, wie auch schon im Vorjahr, eine operative EBITDA-Marge zwischen 4,0% und 5,0%.

Zum Halbjahr betragen die Sonderkosten des Unternehmens bereits rund 2,50 Mio. € (VJ: 1,50 Mio. €), wobei die euromicron AG weitere Sonderkosten in der zweiten Jahreshälfte für möglich hält. Daher gehen wir davon aus, dass sich die von uns bisher erwarteten Sonderkosten auf Gesamtjahres-Ebene auf 4,0 Mio. € (zuvor: 2,0 Mio. €) erhöhen werden.

Wir gehen weiterhin davon aus, dass die mittlere Prognosespanne erreicht wird und damit im Geschäftsjahr 2018 ein operatives EBITDA in Höhe von 17,92 Mio. € erzielt wird, was einer operativen EBITDA-Marge von 5,1% entsprechen würde. Nach Berücksichtigung der für das Gesamtjahr erwarteten Sonderkosten von 4,0 Mio. € rechnen wir mit einem ausgewiesenen EBITDA von 13,92 Mio. €, was einer ausgewiesenen EBITDA-Marge von 3,9% gleichkommt.

Für das darauffolgende Geschäftsjahr 2019 erwarten wir aufgrund von rückläufigen Sonderkosten, den eingeleiteten Rentabilitätssteigerungsmaßnahmen sowie dem ausgeweiteten bzw. verbesserten Produkt- und Serviceprogramm einen deutlichen Anstieg des ausgewiesenen EBITDA.

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



Quelle: GBC AG

Die strategische Neuausrichtung des Unternehmens auf die Wachstumsmärkte „IoT“ und „Industrie 4.0“ spiegelt sich zunehmend auch in den Finanzkennzahlen der euromicron AG wider. Zukünftig sollte die Technologiegesellschaft durch den weiteren Aufbau von Kompetenzen in diesen Feldern von den Wachstumstrends

in diesen Bereichen noch stärker profitieren können. Zudem rechnen wir damit, dass die geplante weitere Optimierung des Geschäftsmodells der euromicron-Gruppe sich weiter positiv auf die Rentabilität des Unternehmens auswirken sollte.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die euromicron AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2018 und 2019 in Phase 1, erfolgt von 2020 bis 2025 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 3,0%. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 6,0% angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0% in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0%.

Bestimmung der Kapitalkosten

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

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

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,79.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,07% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 45,0% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,11%.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,11% errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2019 entspricht als Kursziel 11,45 € (zuvor: 11,45 €).

DCF-Modell

euromicron AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	6,0%	ewige EBITA - Marge	4,1%
AFA zu operativen Anlagevermögen	6,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	10,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

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

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

Kapitalkostenermittlung:

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

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

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

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

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR 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 analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (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 oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. 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 oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments 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 Dritten und/oder Emittent
- 7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.

- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.
- (11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)
- (12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds 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-Str. 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 Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst
Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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