



Researchstudie (Update)

euromicron
Aktiengesellschaft

Wachstumsimpulse durch Restrukturierung noch ausgeblieben

-

Mittelfristiges Potenzial nicht beeinträchtigt

Kursziel: 10,50 € (bislang: 12,10 €)

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 13

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

Rating: KAUFEN
Kursziel: 10,50 €

Aktueller Kurs: 7,16
16.8.2016 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1K0300
WKN: A1K030
Börsenkürzel: EUCA

Aktienanzahl³: 7,176

Marketcap³: 51,38
Enterprise Value³: 107,56
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 100,00 %

Transparenzlevel:
Prime Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
EQUINET AG

Analysten:

Felix Gode, CFA
gode@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 14

Unternehmensprofil

Branche: Technologie

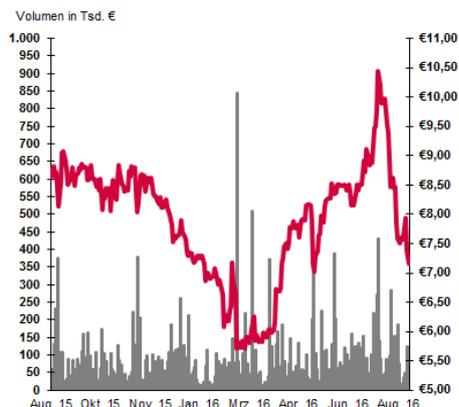
Fokus: Netzwerk- und Lichtwellenleitertechnologie

Mitarbeiter: 1825

Gründung: 1998

Firmensitz: Frankfurt am Main

Vorstand: Jürgen Hansjosten, Bettina Meyer



Die euromicron AG vereint als Gruppe mittelständische Hightech-Unternehmen aus den Bereichen Digitalisierte Gebäude, kritische Infrastrukturen und Industrie 4.0. Als deutscher Spezialist für das Internet der Dinge versetzt euromicron ihre Kunden aus dem Mittelstand und der öffentlichen Hand, aber auch Großunternehmen in die Lage, Geschäfts- und Produktionsprozesse zu vernetzen und damit den Weg der Digitalisierung erfolgreich zu beschreiten. Die Unternehmen der euromicron-Gruppe gehören zu den führenden Herstellern für Produkte und Lösungen „Made in Germany“ aus dem Bereich Glasfasertechnologie und Netzwerkkomponenten. Mit diesem Hersteller-Know-how und der langjährigen Erfahrung bei der Entwicklung und Integration von Technologien realisiert euromicron kundenspezifische Lösungen, die von der Konzeption und Implementierung über den Betrieb bis hin zu verbundenen Serviceleistungen reichen und schafft die dafür notwendigen IT-Strukturen. Die Lösungen von euromicron ermöglichen es den Anwendern, die Flexibilität und Effizienz von Geschäfts- und Produktionsprozessen zu steigern.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016e	31.12.2017e
Umsatz	346,34	344,89	338,41	354,73
EBITDA	21,15	6,92	7,09	17,44
EBIT	11,45	-8,65	-1,41	8,69
Konzernjahresergebnis	2,58	-13,25	-4,26	3,81

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,36	-1,85	-0,59	0,53
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,31	0,31	0,32	0,30
EV/EBITDA	5,09	15,53	15,17	6,17
EV/EBIT	9,39	-12,44	-76,29	12,38
KGV	19,91	-3,88	-12,06	13,49
KBV		0,53		

Finanztermine

08.11.2016: Veröffentlichung 9M-Bericht

****letzter Research von GBC:**

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

04.04.2016: RS / 12,10 / KAUFEN

19.10.2015: RG / 15,50 / KAUFEN

18.08.2015: RS / 15,50 / KAUFEN

02.02.2015: RG / 21,50 / KAUFEN

08.12.2014: 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

- Mit Umsatzerlösen in Höhe von 139,84 Mio. € unterschritt die euromicron AG das Vorjahresniveau um 10,8 %. Dabei war insbesondere das Segment *Intelligente Gebäudetechnik* für den Rückgang verantwortlich. Vor dem Hintergrund der anhaltenden Reorganisation der größten Tochtergesellschaft, der euromicron Deutschland GmbH, ist die Umsatzentwicklung hier noch verhalten ausgefallen. Neben strategischen Gründen, etwa der Ablehnung risikobehafteter Großaufträge, war ein weiterer Grund für die verhaltene Umsatzentwicklung das Andauern von Altprojekten. In den beiden weiteren Segmenten war der Umsatzrückgang deutlich moderater. Zudem ist zu bedenken, dass im Vorjahr noch die aufgegebenen Geschäftsbereiche mit 6,31 Mio. € zum Umsatz beitrugen. Bereinigt darum betrug der organische Umsatzrückgang 7,1 %.
- Die Umsatzentwicklung schlug sich auch in den Ergebniskennzahlen nieder. So lag das ausgewiesene EBITDA bei -3,46 Mio. € nach 2,65 Mio. € im Vorjahr. Bereinigt um Einmalaufwendungen der Restrukturierung war der Rückgang etwas moderater. Dennoch war auch bereinigt ein negatives EBITDA von -1,69 Mio. € zu verzeichnen. Der Ergebnisrückgang wurde ausschließlich im Segment *Intelligente Gebäudetechnik* verursacht, mit einem Rückgang von 5,03 Mio. € auf -2,44 Mio. €. In den weiteren Segmenten *Kritische Gebäudetechnik* und *Distribution* waren jeweils Ergebnissteigerungen zu verzeichnen. Auch die Margen sind gegenüber dem Vorjahr gestiegen. Hier sind die Effekte der Reorganisation bereits gut sichtbar und zeigen auf, welche Richtung die euromicron AG nach erfolgreicher Beendigung der Reorganisation einschlagen kann.
- Hervorzuheben ist, dass die vom Management angekündigten Maßnahmen zur Steigerung der Rentabilität umgesetzt werden. Entgegen der Historie fokussiert sich die euromicron AG nunmehr auf rentable Aufträge und stellt die Ergebnisentwicklung in den Vordergrund. Wenngleich die Neuausrichtung des Konzerns und die daraus resultierenden Belastungen länger andauern als bislang angenommen, sehen wir das Unternehmen auf dem richtigen Weg und bereits erste sichtbare Erfolge.
- Auf Grund des schwächeren 1. HJ 2016 hat der Vorstand der euromicron AG die Prognosen für das GJ 2016 nach unten hin angepasst. Es wird zwar davon ausgegangen, dass das 2. HJ 2016 signifikant besser verlaufen wird, jedoch ist auch nicht damit zu rechnen, dass der Rückstand vollständig wieder aufgeholt wird. Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Prognosen für das GJ 2016 gesenkt und erwarten nunmehr Umsatzerlöse in Höhe von 338,41 Mio. € sowie ein bereinigtes EBITDA von 10,59 Mio. €. Dies entspricht einer EBITDA-Marge von 3,1 %. Für das kommende Jahr erwarten wir eine Steigerung der EBITDA-Marge auf dann 4,9 %.
- **Auf Basis der niedrigeren Prognosen für die GJ 2016 und 2017 haben wir auch unser Kursziel für die euromicron AG angepasst. Nach bislang 12,10 € haben wir nun einen fairen Wert von 10,50 € ermittelt. Auf Basis des aktuellen Kursniveaus ergibt sich daraus unverändert das Rating KAUFEN. Mittelfristig sind wir weiterhin davon überzeugt, dass die euromicron AG das Margenziel auf EBITDA-Basis von 8-11 % wieder erreichen kann. Zudem sind wir auch überzeugt, dass die Reorganisation des Konzerns in Kürze positive Impulse liefern wird – umsatz- und ertragsseitig. Dies berücksichtigt, erscheint uns die Aktie der euromicron AG günstig bewertet.**

INHALTSVERZEICHNIS

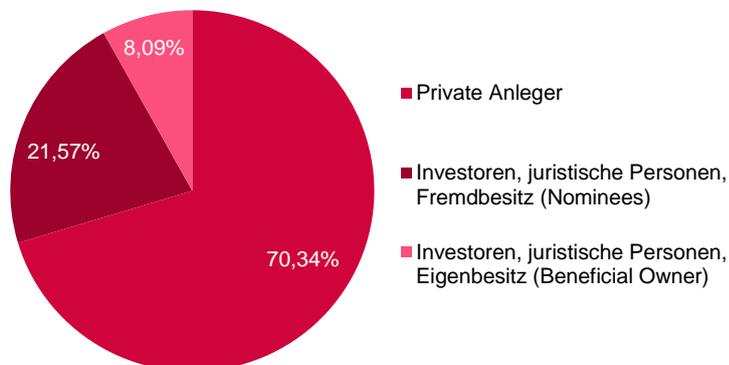
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Gruppenübersicht	4
Geschäftsentwicklung 1. HJ 2016	5
Umsatzentwicklung	5
Ergebnisentwicklung	6
SWOT-Analyse	8
Prognose und Modellannahmen	9
Umsatzprognosen	9
Ergebnisprognosen	10
Bewertung	11
Modellannahmen	11
Bestimmung der Kapitalkosten	11
Bewertungsergebnis	11
DCF-Modell	12
Anhang	13

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

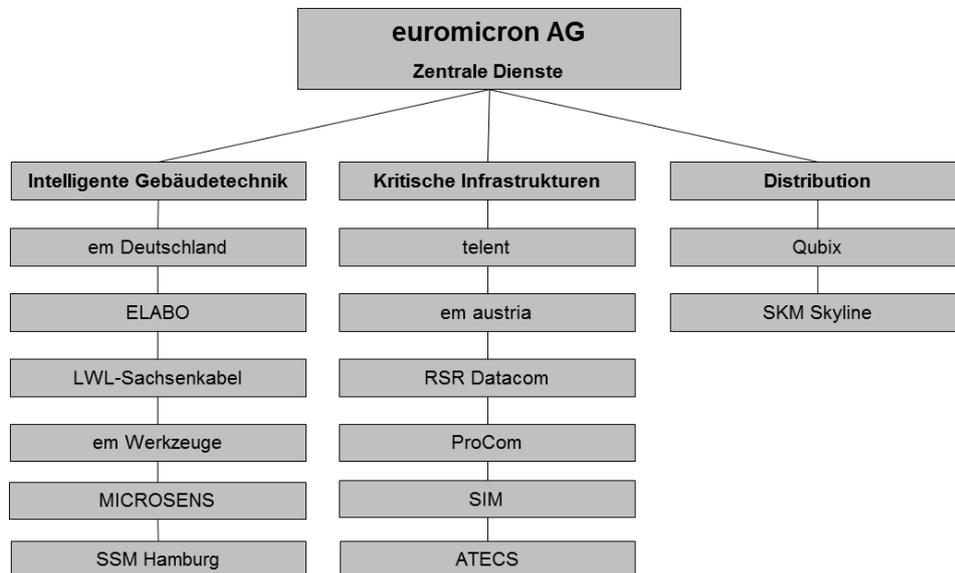
Anteilseigner in %	30.06.2016
Private Anleger	70,34%
Investoren, juristische Personen, Fremdbesitz (Nominees)	21,57%
Investoren, juristische Personen, Eigenbesitz (Beneficial Owner)	8,09%
Summe	100,00%

Quelle: euromicron, GBC



Gruppenübersicht

Nach der erfolgten Reorganisation ist die euromicron-Gruppe nunmehr in die drei Berichtssegmente *Intelligente Gebäudetechnik*, *Kritische Infrastrukturen* und *Distribution* untergliedert. Dabei werden die beiden Systemhäuser euromicron Deutschland im Segment *Intelligente Gebäudetechnik* und telent im Segment *Kritische Infrastrukturen* durch verschiedene Technologieunternehmen ergänzt, um ganzheitliche Lösungen anbieten zu können. Durch die Kombination aus Systemintegration und Technologiekompetenz stellt die euromicron AG ihre Differenzierung zum Wettbewerb dar.



Quelle: euromicron

Geschäftsentwicklung 1. HJ 2016

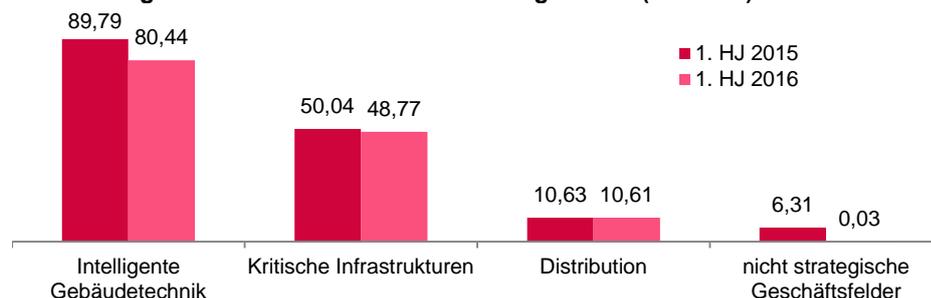
GuV (in Mio. €)	1.HJ 2015	Δ zum VJ	1.HJ 2016
Umsatzerlöse	156,76	-10,8%	139,84
EBITDA (Marge)	2,65 (1,7%)	n.A.	-3,46 (neg.)
EBIT (Marge)	-2,01 (neg.)	n.A.	-7,63 (neg.)
Konzernjahresergebnis	-3,08	n.A.	-9,12
EPS in €	-0,43	n.A.	-1,27

Quelle: euromicron AG, GBC

Umsatzentwicklung

Das 1. HJ 2016 war für die euromicron AG noch stark von der im Vorjahr erfolgten Reorganisation des Konzerns geprägt. So blieb insbesondere das größte Segment *Intelligente Gebäudetechnik* noch hinter den Erwartungen zurück, mit einem Umsatzrückgang um 10,4 % auf 80,44 Mio. €. In den Segmenten *Kritische Infrastrukturen* und *Distribution* fielen die Rückgänge deutlich moderater aus. Insgesamt war gegenüber dem 1. HJ 2015 ein Umsatzminus von 10,8 % zu verzeichnen. Dabei ist jedoch auch zu bemerken, dass im Vorjahr noch 6,31 Mio. € durch die inzwischen im Zuge der Neuausrichtung aufgegebenen Geschäftsbereiche beigesteuert wurden. Insofern lag der organische Rückgang nur bei 7,1 %.

Entwicklung der Außenumsatzerlöse nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: euromicron, GBC

Maßgeblicher Hintergrund des Umsatzrückgangs ist dabei die strategische Neuausrichtung des Konzerns. So wurde im Zuge dieser z.B. der Vertrieb neu ausgerichtet, was zur Folge hat, dass risikobehaftete Großaufträge, vermieden werden, mit einem entsprechenden Umsatzeffekt. Auch die Abarbeitung von Aufträgen aus vergangenen Jahren hat einen Umsatzeffekt. Zwar wird dadurch vor allem das Ergebnis belastet, jedoch sind die Mitarbeiter auch entsprechend gebunden, um alternative Projekte mit höheren Deckungsbeiträgen zu bearbeiten. Nicht zuletzt wirkten sich auch Auftragsverschiebungen bei den Technologieunternehmen des Segments *Kritische Infrastrukturen* auf die Umsatzerlöse aus. Hier sind jedoch Nachholeffekte im 2. HJ 2016 zu erwarten.

Insgesamt ist zu konstatieren, dass die Umsatzentwicklung der euromicron AG im 1. HJ 2016 nicht zufriedenstellend war. Dabei ist jedoch auch zu betonen, dass der Rückgang maßgeblich durch die euromicron Deutschland GmbH geprägt war, durch Effekte die einen temporären Charakter haben. Verluste hinsichtlich der Wettbewerbsstellung am Markt sind nach Aussage des Managements nicht der Grund für die Umsatzentwicklung im 1. HJ 2016. Vielmehr ist die euromicron AG produkt- und angebotsseitig gut aufgestellt, um am gerade erst begonnen Prozess der Digitalisierung entsprechend zu partizipieren, wenngleich die Neuausrichtung der euromicron Deutschland das Konzernergebnis temporär belastet.

Ergebnisentwicklung

Die Neuausrichtung der Konzernstruktur zeigte sich auch in der Ergebnisentwicklung der euromicron AG. So sank das EBITDA des Unternehmens in den ersten sechs Monaten 2016 von 2,65 Mio. € auf -3,46 Mio. €. Entsprechend der Umsatzentwicklung war vor allem das Segment *Intelligente Gebäudetechnik* der Auslöser für diese Entwicklung. Wie in der Umsatzentwicklung dargestellt, wurden risikobehaftete Großaufträge nicht angenommen und Altprojekte mussten noch abgearbeitet werden, was zusätzlich Kapazitäten band, welche anderenfalls für margenstärkere Projekte hätten eingesetzt werden können. Beides führte zu einem Verlust von Deckungsbeiträgen, so dass das operative EBITDA in diesem Segment von 5,03 Mio. € im Vorjahr auf -2,44 Mio. € abfiel.

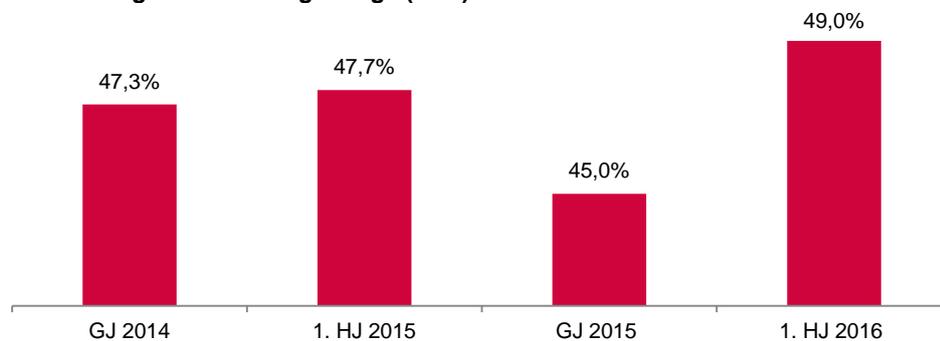
Entwicklung des operativen EBITDA nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: euromicron, GBC; IG=Intelligente Gebäudetechnik, KI= Kritische Infrastrukturen, D=Distributioun, NSG=nicht strategisches Geschäft, ZD=zentrale Dienste

Positiv war hingegen die Entwicklung der Rentabilität in den Segmenten *Kritische Infrastrukturen* sowie *Distribution*, wo jeweils Steigerungen gegenüber dem Vorjahr erreicht werden konnten. Wenngleich die Wachstumsdynamik in beiden Segmenten noch nicht die Anforderungen des Managements erfüllen konnten, wird deutlich, dass die im vergangenen Jahr ergriffenen Maßnahmen Wirkung entfalten und deutliche Margenverbesserungen möglich sind. So wurde im Segment *Kritische Infrastrukturen* eine Steigerung der EBITDA-Marge von 1,8 % im Vorjahr auf 2,7 % in 2016 erreicht. In der *Distribution* lag die EBITDA-Marge bei 16,4 %, nach 12,7 % im 1. HJ 2015. Hier machte sich ein günstiger Produktmix positiv bemerkbar.

Entwicklung der Rohertragsmarge (in %)



Quelle: euromicron, GBC

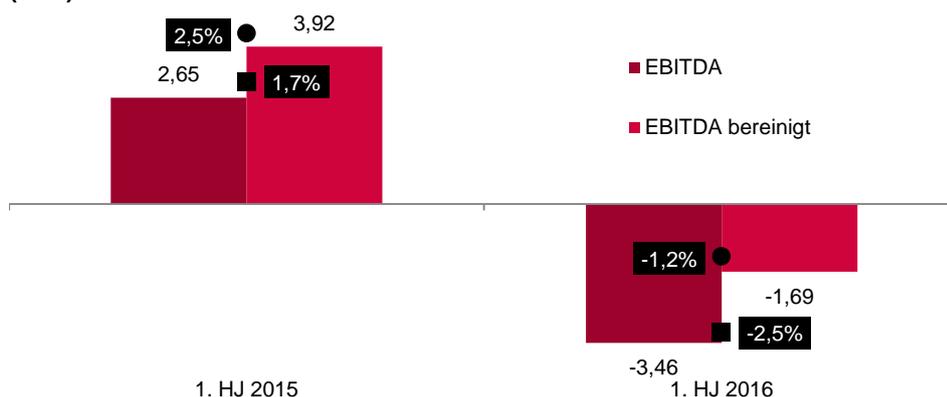
Deutlich werden die ersten positiven Effekte auch bei der Betrachtung der Rohertragsmarge. Diese lag mit 49,0 % auf einem deutlich höheren Niveau als noch im Gesamtjahr 2015. Auch gegenüber dem 1. HJ 2015 sowie dem GJ 2014 ist eine wesentliche Steigerung zu erkennen. Hierbei dürften sich die ergriffenen Maßnahmen zur mittelfristigen Steigerung der Rentabilität niederschlagen. Ein weiterer Grund für die verbesserte Roh-

ertragsmarge dürfte auch der steigende Anteil an Wartungs- und Serviceerträgen sein, der bereits anfängt sich niederzuschlagen. Hier plant das Management der euromicron eine noch deutlichere Steigerung über die kommenden Perioden. Auch im Segment *Zentrale Dienste* zeigten sich gegenüber dem Vorjahr gesenkte Holdingkosten.

Gegenläufig zur gesteigerten Rohertragsmarge entwickelten sich im 1. HJ 2016 noch die Personalaufwendungen. Zwar sank der Mitarbeiterbestand von 1.840 auf 1.803 Personen, jedoch wurden im Zuge der strategischen Neuausrichtung gezielt auch hochqualifizierte Mitarbeiter mit Know-how im Bereich der Digitalisierung eingestellt, was die Aufwendungen entsprechend belastete. Auch tarifvertragliche Gehaltsanpassungen trugen zum Anstieg der Personalaufwendungen um 1,9 % auf 53,81 Mio. € bei.

Nicht zuletzt waren auch im 1. HJ 2016 Sonderaufwendungen vor dem Hintergrund der Neuausrichtung zu verzeichnen. Diese fielen vor allem im Rahmen der Straffung und Vereinheitlichung der Konzernstrukturen, etwa der Zusammenlegung von Standorten, der Vereinheitlichung der IT-Systeme etc., an. In Summe beliefen sich diese von Januar bis Juni 2016 auf 1,77 Mio. €. Bereinigt um die Sonderaufwendungen lag das EBITDA im 1. HJ 2016 bei -1,69 Mio. € zwar besser, aber noch immer im negativen Bereich.

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



Quelle: euromicron, GBC

Die Ergebnisentwicklung der euromicron AG im 1. HJ 2016 war insgesamt nicht zufriedenstellend. Dabei muss beachtet werden, dass die Belastungen ausschließlich aus dem Segment *Intelligente Gebäudetechnik* herrühren und die weiteren Segmente Ergebnisverbesserungen aufweisen. Insbesondere bei der euromicron Deutschland GmbH, welche aus der Zusammenlegung der regionalen Systemhäuser euromicron solutions GmbH und euromicron systems GmbH entstand, hat sich gezeigt, dass der Integrationsaufwand größer ist als bislang angenommen. Aber auch dies sollte unseres Erachtens nur ein temporäres Thema sein, so dass wir damit rechnen, dass in Kürze keine weiteren Belastungen hieraus zu verkraften sein werden.

Hervorzuheben ist unseres Erachtens auch, dass die vom Management angekündigten Maßnahmen zur Steigerung der Rentabilität umgesetzt werden. Entgegen der Historie fokussiert sich euromicron auf rentable Aufträge und stellt das Ergebnis in den Vordergrund, vor den Umsatz. Wenngleich die Neuausrichtung des Konzerns und die daraus resultierenden Belastungen länger andauern als bislang angenommen, sehen wir das Unternehmen auf dem richtigen Weg und sehen bereits erste sichtbare Erfolge.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Führender Netzwerkspezialist mit einem flächendeckenden Niederlasungsnetz in Deutschland • Differenzierungsmerkmal durch Kombination aus Kompetenzen in der Systemintegration und bei Technologielösungen • Krisenresistentes Geschäftsmodell aufgrund breiter Kundendiversifikation • Gut positioniert im wachsenden Markt für intelligente Gebäudetechnik, kritische Infrastrukturen und Industrie 4.0 • Strategische Neuausrichtung und Fokussierung trägt bereits erste Früchte 	<ul style="list-style-type: none"> • Vergleichsweise hoher Goodwill in der Bilanz, welcher rund 40 % der Bilanzsumme ausmacht • Traditionell hoher Ergebnisbeitrag im vierten Quartal führt zu einer hohen Saisonalität des Geschäftsverlaufs • Relativ hohe Nettoverschuldung • Seit dem GJ 2012 deutlich niedrigere Margenniveaus als in den Vorjahren, durch Restrukturierung jedoch wieder mit Verbesserung zu rechnen • Covenants für Kreditverträge könnten im Falle des Verfehlens der oberen Prognosespanne nicht eingehalten werden
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 2015	GJ 2016e (alt)	GJ 2016e (neu)	GJ 2017e (alt)	GJ 2017e (neu)
Umsatzerlöse	344,89	359,36	338,41	376,72	354,73
EBITDA (Marge)	6,92 (2,0 %)	15,02 (4,2 %)	7,09 (2,1 %)	21,25 (5,6 %)	17,44 (4,9 %)
EBIT (Marge)	-8,65 (-2,5 %)	6,02 (1,7 %)	-1,41 (-0,4 %)	12,25 (3,3 %)	8,69 (2,4 %)
Konzernjahresergebnis	-13,25	1,76	-4,26	6,30	3,81
EPS in €	-1,85	0,25	-0,59	0,88	0,53

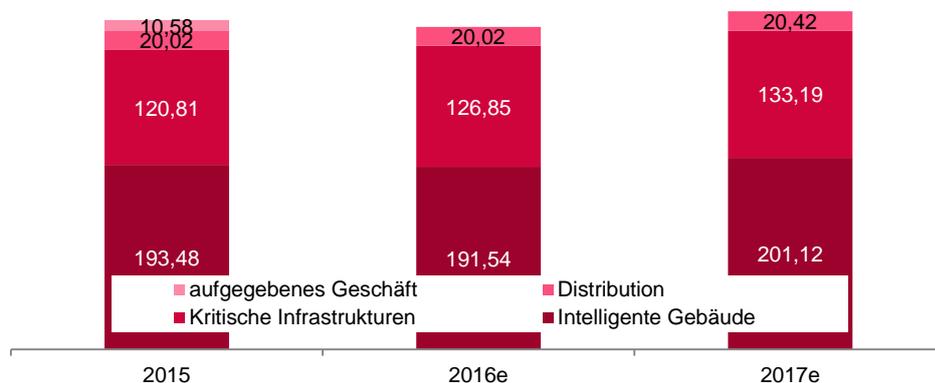
Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen

Vor dem Hintergrund der schwächeren Umsatzentwicklung im 1. HJ 2016 hat die euromicron AG die Guidance für das Gesamtjahr 2016 gesenkt. Nachdem bislang von Umsätzen in einer Bandbreite von 350 – 370 Mio. € ausgegangen wurde, plant das Unternehmen nunmehr mit einer Spanne von 330 – 350 Mio. €. Dabei ist zu bedenken, dass das 2. HJ bei der euromicron geschäftsmodellbedingt deutlich stärker ausfällt als das 1. HJ. Insbesondere im Q4 wird ein Großteil der Umsatzerlöse erzielt. Zudem haben sich einige Aufträge im 1. HJ 2016 in das 2. HJ 2016 verschoben, so dass es im weiteren Jahresverlauf noch zu Aufholeffekten kommen sollte. Dennoch geht der Vorstand nicht davon aus, dass die bisherigen Ziele noch erreicht werden können.

Unsere bisherigen Prognosen haben ein Erreichen der Prognosespanne in der mittleren Bandbreite vorgesehen. Auch unsere neue Prognosespanne liegt mit 338,41 Mio. € in der mittleren Spanne der neuen Guidance. Dabei gehen wir insbesondere davon aus, dass der Rückstand im Segment *Intelligente Gebäudetechnik* im 2. HJ 2016 aufgeholt werden kann, wenngleich wir auch damit rechnen, dass das Vorjahresniveau von 193,48 Mio. € nicht mehr erreicht werden dürfte. Bisher waren wir im größten Segment der euromicron AG von einem Zuwachs um 9 % ausgegangen. Auch für das Segment *Kritische Infrastrukturen* planen wir mit einem Wachstum um 5 % nunmehr etwas niedriger als bisher, als wir von 6 % Wachstum ausgegangen waren. Im Segment *Distribution* erwarten wir eine stabile Entwicklung der Umsatzerlöse.

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



Quelle: GBC

Für das GJ 2017 rechnen wir immer noch mit einem Wachstum um 4,9 %. Die Auswirkungen der Neuorganisation der Gruppe sollten dann positiv zum Tragen kommen und die Umstellung des Vertriebs entsprechend Wirkung entfalten. Ausgehend von der niedriger erwarteten Ausgangsbasis 2016 ist unsere absolute Umsatzerwartung für 2017 jedoch entsprechend niedriger und liegt nunmehr bei 354,73 Mio. €.

Ergebnisprognosen

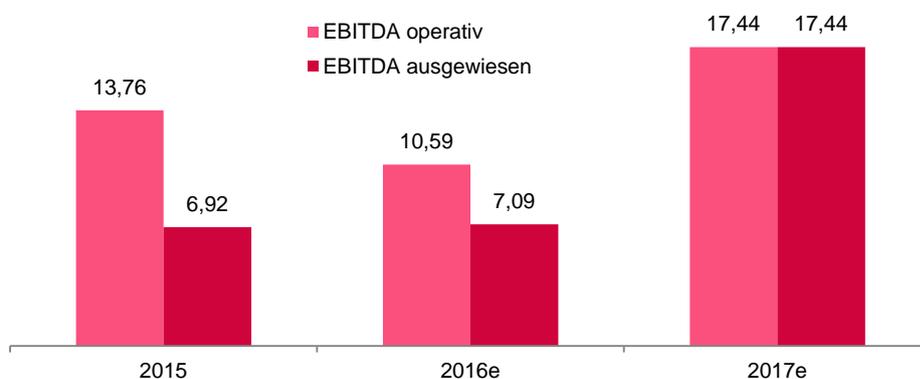
Angesichts der niedrigeren Umsatzerwartung wurde auch die Ergebniserwartung korrigiert. Nachdem bislang von einer operativen EBITDA-Marge zwischen 4,5 % und 5,5 % ausgegangen wurde, liegt die Spanne nunmehr bei 2-4 %. Zudem sollen die Kosten der Reorganisation nicht wie bisher geplant bei 2-3 Mio. € liegen, sondern im Rahmen von 3-4 Mio. €. Entsprechend wird sich die ausgewiesene EBITDA-Marge zwischen 1 % und 3 % bewegen.

Wir gehen nunmehr davon aus, dass ein EBITDA in Höhe von 7,09 Mio. € ausgewiesen wird, was einer EBITDA-Marge von 2,1 % entspricht. Unter Berücksichtigung der zu erwartenden Kosten der Reorganisation dürfte das operative EBITDA entsprechend bei 10,59 Mio. € liegen, was einer bereinigten EBITDA-Marge von 3,1 % gleichkommt.

Im darauffolgenden GJ 2017 erwarten wir dann einen deutlichen Ergebnissprung, der auch durch den Wegfall der Sonderbelastungen der Restrukturierung begünstigt sein dürfte. Positiv niederschlagen wird sich in 2017 auch das Auslaufen der nicht profitablen Altprojekte im weiteren Verlauf des Jahres 2016. Mit dem Freiwerden der in diesen Projekten gebundenen Kapazitäten sollten Aufträge mit deutlich besseren Deckungsaufträgen bearbeitet werden können.

Insofern hat die Korrektur der Erwartungen für 2016 keine Veränderung der Einschätzung dahingehend zur Folge, dass in 2017 ein deutlicher Zuwachs beim EBITDA zu erwarten ist. Jedoch haben wir auch hier die absolute Größenordnung kongruent zur Umsatzkorrektur zurückgenommen. Somit erwarten wir nun ein EBITDA in Höhe von 17,44 Mio. €, was einer EBITDA-Marge von 4,9 % entspricht. Bislang hatten wir noch eine EBITDA-Marge von 5,6 % berücksichtigt.

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



Quelle: GBC

Positiv ist hervorzuheben, dass die ausgegebenen Ziele des Vorstandes für 2018 nicht revidiert wurden. Vielmehr hält das Management das Erreichen von 8-11 % bei der EBITDA-Marge bis zum Jahr 2018 für weiterhin möglich. Wenngleich die Korrektur der Guidance für das Jahr 2016 die Ziele ambitionierter erscheinen lässt, sind auch wir überzeugt, dass die euromicron AG nach erfolgreich abgeschlossener Reorganisation und der Hebung der Synergien unter den Konzernunternehmen merklich höhere Margenniveaus erzielen kann als bisher. Das Unternehmen hat in der Vergangenheit bereits bewiesen, dass zweistellige EBITDA-Margen möglich sind. Unter der neuen Ausrichtung sollten diese wieder angestrebt werden können.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die euromicron AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2016 und 2017 in Phase 1, erfolgt von 2018 bis 2023 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 5,50 % (bisher: 5,75 %) 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 1,00 % (bisher: 1,50 %).**

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

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

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,8 % (bisher: 11,3 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 55 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,7 % (bisher: 8,4 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,7 % errechnet. Der gegenüber unserer letzten Researchstudie reduzierte WACC rührt dabei aus dem auf nunmehr 1 % gesenkten risikolosen Zinssatz sowie auf der von 60 % auf 55 % gesenkten Eigenkapitalgewichtung.

Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2016 entspricht als Kursziel 10,50 €. Den bisherigen fairen Wert von 12,10 € haben wir damit reduziert. Hintergrund dessen ist trotz des niedrigeren WACC die Reduktion der Erwartungen für die Geschäftsjahre 2016 und 2017 sowie der Ziel-EBITDA-Marge von 5,75 % auf 5,50 %. Sollte sich abzeichnen, dass die euromicron AG die Zielwerte von 8-11 % bei der EBITDA-Marge wieder erreichen kann, begründet sich für den fairen Wert darin ein signifikantes Potenzial nach oben.

DCF-Modell

euromicron AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Wertetreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	5,5%	ewige EBITA - Marge	3,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	6,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	15,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	Endwert
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	338,41	354,73	365,37	376,33	387,62	399,25	411,23	423,57	
US Veränderung	-1,9%	4,8%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,41	2,57	2,68	2,79	2,91	3,03	3,16	3,28	
EBITDA	7,09	17,44	20,10	20,70	21,32	21,96	22,62	23,30	
EBITDA-Marge	2,1%	4,9%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	
EBITA	-1,41	8,69	11,80	12,51	13,23	13,97	14,71	15,48	
EBITA-Marge	-0,4%	2,4%	3,2%	3,3%	3,4%	3,5%	3,6%	3,7%	3,7%
Steuern auf EBITA	0,42	-2,61	-3,54	-3,75	-3,97	-4,19	-4,41	-4,64	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-0,99	6,08	8,26	8,76	9,26	9,78	10,30	10,83	
Kapitalrendite	-0,5%	3,1%	4,3%	4,6%	4,8%	5,1%	5,4%	5,6%	5,8%
Working Capital (WC)	55,72	53,26	54,81	56,45	58,14	59,89	61,68	63,53	
WC zu Umsatz	16,5%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	
Investitionen in WC	3,95	2,46	-1,55	-1,64	-1,69	-1,74	-1,80	-1,85	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	140,54	138,29	136,49	134,80	133,21	131,72	130,32	129,00	
AFA auf OAV	-8,50	-8,75	-8,30	-8,19	-8,09	-7,99	-7,90	-7,82	
AFA zu OAV	6,0%	6,3%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	
Investitionen in OAV	-7,99	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	
Investiertes Kapital	196,26	191,54	191,30	191,25	191,36	191,61	192,00	192,53	
EBITDA	7,09	17,44	20,10	20,70	21,32	21,96	22,62	23,30	
Steuern auf EBITA	0,42	-2,61	-3,54	-3,75	-3,97	-4,19	-4,41	-4,64	
Investitionen gesamt	-4,04	-4,04	-8,05	-8,14	-8,19	-8,24	-8,30	-8,35	
Investitionen in OAV	-7,99	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	-6,50	
Investitionen in WC	3,95	2,46	-1,55	-1,64	-1,69	-1,74	-1,80	-1,85	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	3,47	10,80	8,51	8,80	9,16	9,52	9,91	10,30	127,81
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	126,10	125,05							
Barwert expliziter FCFs	50,21	43,29							
Barwert des Continuing Value	75,89	81,76							
Nettoschulden (Net debt)	56,81	49,26							
Wert des Eigenkapitals	69,29	75,79							
Fremde Gewinnanteile	-0,43	-0,47							
Wert des Aktienkapitals	68,86	75,32							
Ausstehende Aktien in Mio.	7,18	7,18							
Fairer Wert der Aktie in EUR	9,60	10,50							

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,79
Eigenkapitalkosten	10,8%
Zielgewichtung	55,0%
Fremdkapitalkosten	5,0%
Zielgewichtung	45,0%
Taxshield	21,0%
WACC	7,7%

Kapitalrendite	WACC				
	7,1%	7,4%	7,7%	8,0%	8,3%
5,3%	10,53	9,72	9,00	8,35	7,77
5,6%	11,40	10,52	9,75	9,05	8,42
5,8%	12,26	11,33	10,50	9,75	9,08
6,1%	13,13	12,13	11,24	10,45	9,73
6,3%	13,99	12,93	11,99	11,15	10,39

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 anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

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

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

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

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, 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) und Jörg Grunwald.

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