



**Researchstudie (Anno)**

**euromicron**

**Reorganisation erfolgreich abgeschlossen**

-

**Qualitative Verbesserungen bereits klar erkennbar**

-

**Deutliches organisches Wachstum in 2017 erwartet**

**Kursziel: 10,50 € (bisher: 10,50 €)**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 18**

## euromicron AG<sup>\*5a,5b,11</sup>

**Rating: KAUFEN**  
**Kursziel: 10,50 €**

Aktueller Kurs: 7,05  
9.5.2017 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1K0300  
WKN: A1K030  
Börsenkürzel: EUCA

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 7,176

Marketcap<sup>3</sup>: 50,59  
Enterprise Value<sup>3</sup>: 122,02  
<sup>3</sup> 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:**

Felix Gode, CFA  
gode@gbc-ag.de

Marcel Goldmann  
goldmann@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 19

### Unternehmensprofil

Branche: Technologie

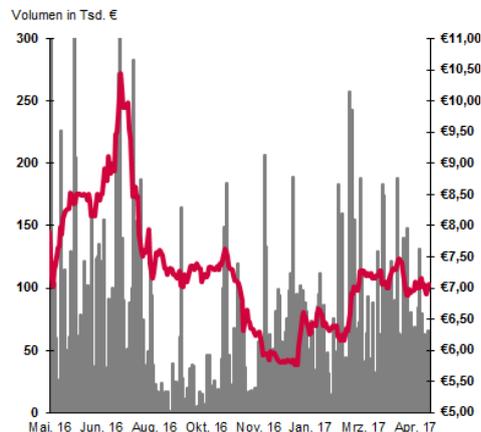
Fokus: Digitalisierung von Infrastrukturen und Vernetzung von IT-Strukturen

Mitarbeiter: 1804

Gründung: 1998

Firmensitz: Frankfurt am Main

Vorstand: Bettina Meyer, Jürgen Hansjosten



Die euromicron Gruppe vereint mittelständische Hightech-Unternehmen aus den Bereichen „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 sukzessiv 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	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017e	31.12.2018e
Umsatz	344,89	325,31	335,00	353,77
EBITDA	6,92	7,39	12,61	19,59
EBIT	-8,65	-2,26	4,11	10,84
Konzernjahresergebnis	-13,25	-12,66	-0,82	4,01

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-1,85	-1,76	-0,12	0,56
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

### Kennzahlen

EV/Umsatz	0,35	0,38	0,36	0,34
EV/EBITDA	17,62	16,52	9,68	6,23
EV/EBIT	neg.	neg.	29,69	11,26
KGV	neg.	neg.	neg.	12,62
KBV		0,61		

### Finanztermine

11.05.2017: Veröffentlichung Q1-Bericht  
14.06.2017: Hauptversammlung  
10.08.2017: Veröffentlichung HJ-Bericht  
09.11.2017: Veröffentlichung 9M-Bericht

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
19.08.2016: RS / 10,50 / KAUFEN  
16.08.2016: RS / 10,50 / KAUFEN  
11.04.2016: RS / 12,10 / KAUFEN  
04.04.2016: RS / 12,10 / KAUFEN  
16.10.2015: RS / 15,50 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- Im GJ 2016 erzielte die euromicon AG Umsatzerlöse in Höhe von 325,31 Mio. € erzielt und damit 5,7% weniger als im Vorjahr. Insbesondere der Bereich „Kritische Infrastrukturen“ sorgte durch den Rückzug aus dem Geschäftsfeld Glasfaserinfrastruktur und ausgebliebene Exportgenehmigungen für diesen Rückgang. Im Segment „Intelligente Gebäudetechnik“ fiel der Rückgang nur leicht aus, was auf Projektverschiebungen für Komponentenlieferungen zurückzuführen war. Dabei ist jedoch auch zu bemerken, dass im Vorjahr ein Großauftrag enthalten war, der sich in 2016 nicht wiederholte. Im Segment „Distribution“ konnte hingegen ein Umsatzanstieg verzeichnet werden. Bereinigt um im Vorjahr aufgegebenen Geschäftsbereiche (10,6 Mio. €) betrug der organische Umsatzrückgang allerdings nur rund 2,7%.
- Trotz des rückläufigen Umsatzes lag das ausgewiesene EBITDA mit 7,39 Mio. € leicht über Vorjahr (6,92 Mio. €), obwohl temporäre Effekte im größten Segment "Intelligente Gebäudetechnik" im Jahr 2016 ergebnisbelastend wirkten. Darüber hinaus wurde das Ergebnis durch Reorganisationskosten in Höhe von 5,8 Mio. € gemindert. Bereinigt um Sondereffekte aus Restrukturierungen lag das operative EBITDA bei 13,15 Mio. €, nach 13,76 Mio. € im Vorjahr.
- Hervorzuheben ist, dass die vom Management angekündigten Reorganisationsmaßnahmen umgesetzt wurden und sich auch zunehmend in den Kennzahlen niederschlagen. Entgegen der Historie fokussiert sich das Unternehmen auf profitable Aufträge und stellt die Ergebnisentwicklung vor die Umsatzentwicklung. Die im Geschäftsjahr 2015 eingeleitete Neuausrichtung des Konzerns ist größtenteils abgeschlossen. Entsprechend wird für die Zukunft eine deutlich geringere Ergebnisbelastung erwartet. Insgesamt sehen wir das Unternehmen auf dem „richtigen Weg“, wobei die Erfolge zunehmend sichtbar werden.
- Für das GJ 2017 erwarten wir einen deutlichen Umsatz- und Ergebnissprung. Während wir umsatzseitig von 335,00 Mio. € ausgehen, maßgeblich vom Segment „Kritische Infrastrukturen“ getragen, erwarten wir ein EBITDA in Höhe von 12,61 Mio. €. Hierin sind nochmals Sonderaufwendungen in Höhe von 2,5 Mio. € im Zusammenhang mit der Reorganisation des Konzerns enthalten. Bereinigt sollte das operative EBITDA (korrigiert um Reorganisationseffekte) somit bei 15,1 Mio. € liegen, was einer operativen EBITDA-Marge von 4,5% entspricht. Für das Jahr 2018 erwarten wir dann keine Sonderaufwendungen mehr, was zu einer Verbesserung des EBITDA auf 19,6 Mio. € führen sollte. Entsprechend sollte eine EBITDA-Marge von 5,5% erreicht werden.
- **Auf Basis der Prognosen für die GJ 2017 und 2018 haben wir unser Kursziel für die euromicon AG unverändert belassen. Der faire Wert auf der Grundlage unseres DCF-Modells beträgt 10,50 € (zuvor: 10,50 €). Auf Basis des aktuellen Kursniveaus ergibt sich daraus unverändert das Rating KAUFEN. Langfristig sind wir davon überzeugt, dass die euromicon deutlich höhere EBITDA-Margen als bisher erreichen kann. Darüber hinaus sind wir auch überzeugt, dass die größtenteils abgeschlossene Reorganisation des Konzerns sich deutlich positiv auf den zukünftigen Umsatz und das Ergebnis auswirken wird. Vor diesem Hintergrund erscheint uns die Aktie der euromicon AG günstig bewertet.**

## INHALTSVERZEICHNIS

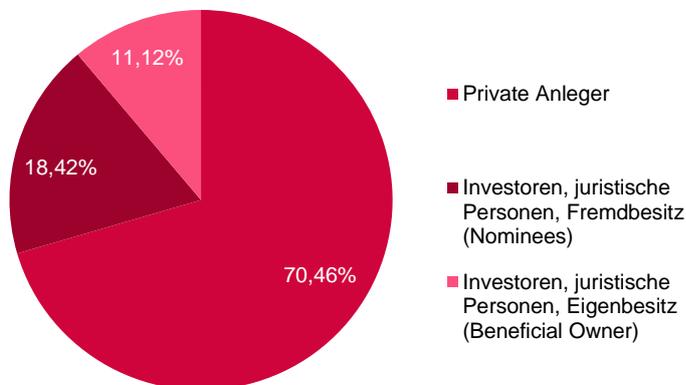
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Gruppenübersicht .....	4
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>5</b>
<b>Unternehmensentwicklung &amp; Prognose.....</b>	<b>6</b>
Kennzahlen im Überblick .....	6
Geschäftsentwicklung 2016 .....	7
Umsatzentwicklung .....	7
Ergebnisentwicklung .....	8
Bilanzielle und finanzielle Situation .....	11
SWOT-Analyse .....	12
Prognose und Modellannahmen .....	13
Umsatzprognosen .....	13
Ergebnisprognosen .....	14
<b>Bewertung .....</b>	<b>16</b>
Modellannahmen .....	16
Bestimmung der Kapitalkosten .....	16
Bewertungsergebnis .....	16
DCF-Modell.....	17
<b>Anhang .....</b>	<b>18</b>

## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

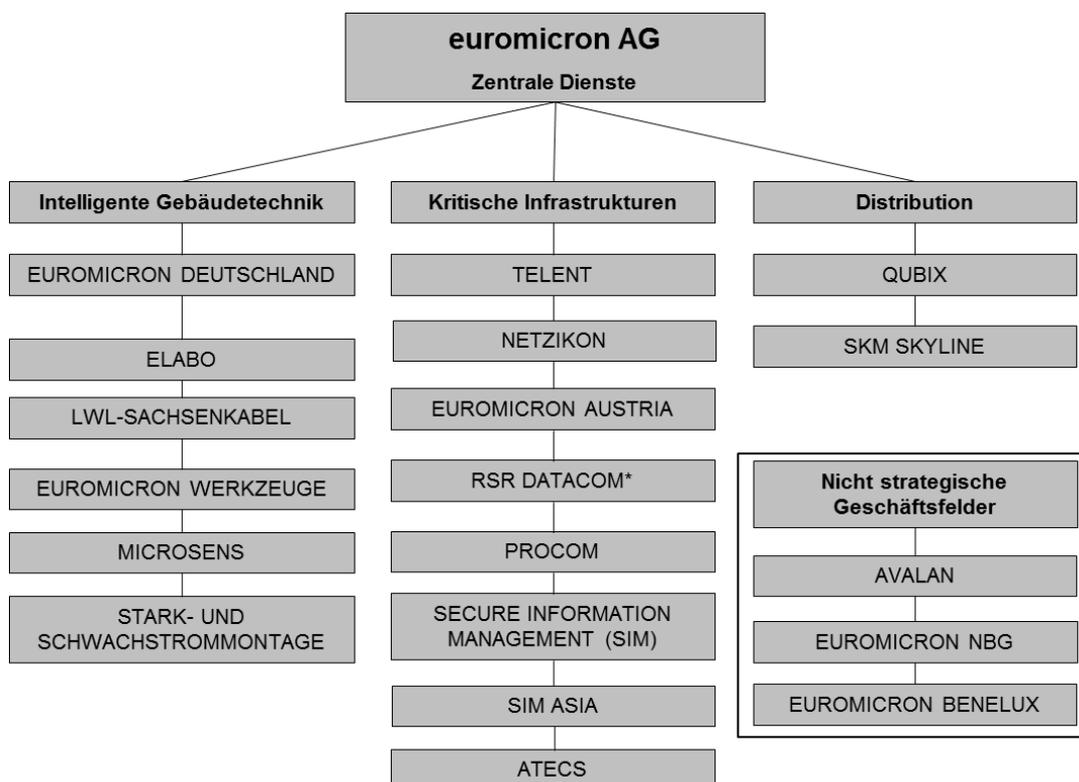
Anteilseigner in %	31.03.2017
Private Anleger	70,46%
Investoren, juristische Personen, Fremdbesitz (Nominees)	18,42%
Investoren, juristische Personen, Eigenbesitz (Beneficial Owner)	11,12%
Summe	100,00%

Quelle: euromicron, GBC



### 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.

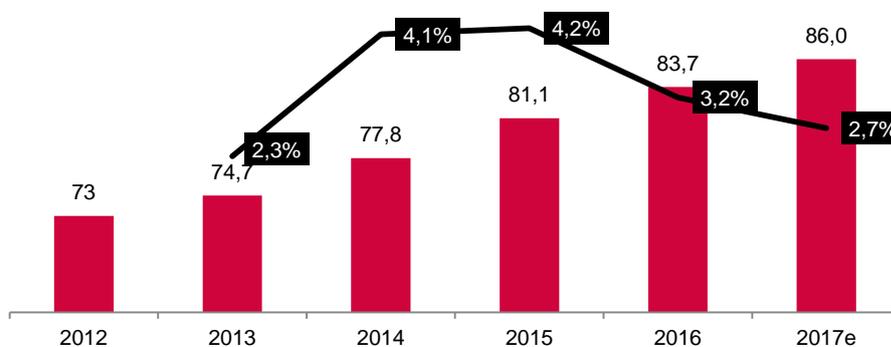


Quelle: euromicron; \*Geschäft wird im Laufe des 1. HJ 2017 aufgegeben; Stand: 31.12.2016

## MARKT UND MARKTUMFELD

Der deutsche Markt für Informationstechnik entwickelte sich im Jahr 2016 abermals dynamisch und legte gegenüber dem Vorjahr um 3,2% zu. Das Marktvolumen in Deutschland stieg entsprechend auf 83,7 Mrd. € an. Dabei konnte vor allem der Bereich Software deutlich zulegen, was vor allem vor dem Hintergrund der zunehmenden Digitalisierung über nahezu alle Branchen und Wirtschaftsbereiche hinweg zu sehen ist. Von diesem Trend sollte auch die euromicron AG in den kommenden Jahren zunehmend profitieren, da vor allem vor dem Hintergrund der Neuausrichtung des Unternehmens genau der Aspekt der Digitalisierung von Unternehmen, Gebäuden und Infrastrukturen ein zentrales Element darstellt. Auch für das Jahr 2017 geht der Branchenverband BITKOM davon aus, dass das Marktwachstum unverändert stark ausfällt. So wird damit gerechnet, dass das Marktvolumen des IT-Marktes auf dann 86,0 Mrd. € anwächst, was einer Steigerungsrate um 2,7% gleichkommt.

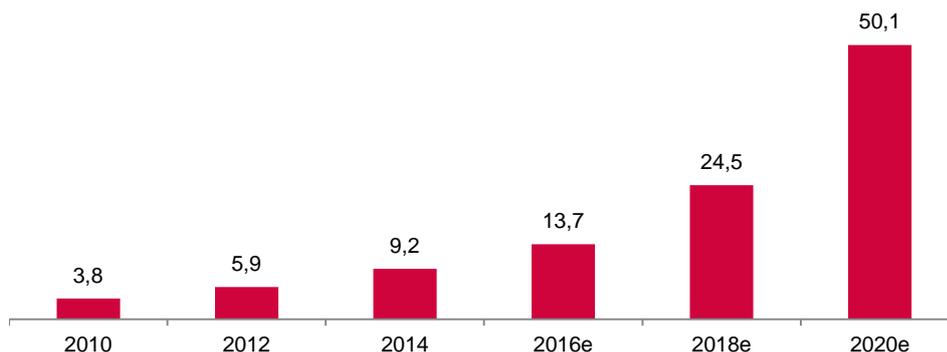
### Entwicklung des deutschen IT-Marktes (in Mrd. €)



Quelle: BITKOM

Vor allem das Thema Internet of Things (IoT) wird in den kommenden Jahren eine gewichtige Rolle einnehmen, wobei auch hier eine Vielzahl von Bereichen involviert ist. Die euromicron AG hat sich mit der Ausrichtung auf die Zielmärkte „Digitalisierte Gebäude“, „Industrie 4.0“ und „Kritische Infrastrukturen“ hier eine klare Fokussierung gegeben, welche zudem ein hohes Marktpotenzial aufweist. Insgesamt betrachtet, wird für den IoT-Markt von sehr starken Wachstumsraten für die kommenden Jahre ausgegangen. Während der Markt in Deutschland in 2016 noch bei einem Volumen von rund 13,7 Mrd. € gelegen haben dürfte, wird damit gerechnet, dass sich das Volumen bereits bis zum Jahr 2020 auf rund 50,1 Mrd. € fast vervierfacht. Angesichts der Offensive der euromicron AG im Produktbereich sehen wir gute Chancen, dass das Unternehmen in den kommenden Jahren vom Digitalisierungstrend profitieren kann.

### Ausgaben für Internet of Things in Deutschland (in Mrd. US-Dollar)



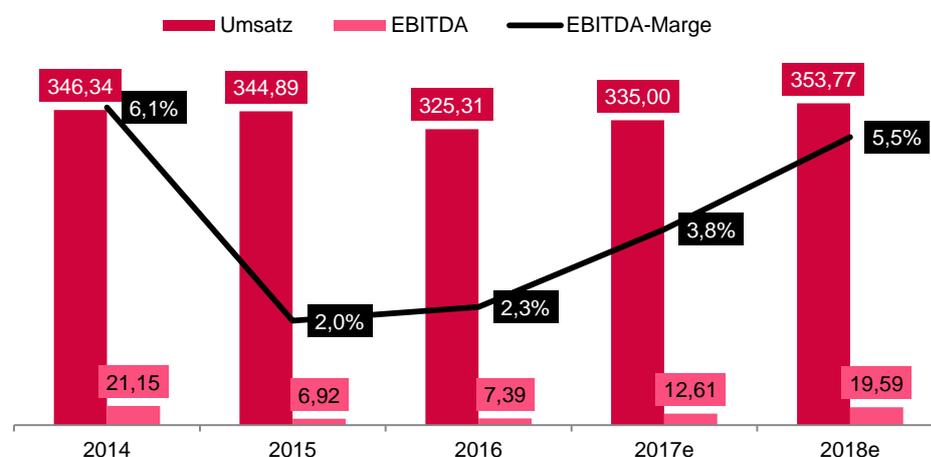
Quelle: TechNavio, Deloitte, GBC

## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2015		GJ 2016		GJ 2017e		GJ 2018e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>344,89</b>	<b>100,0%</b>	<b>325,31</b>	<b>100,0%</b>	<b>335,00</b>	<b>100,0%</b>	<b>353,77</b>	<b>100,0%</b>
Bestandsveränderung	0,83	0,2%	-0,86	-0,3%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Aktivierete Eigenleistungen	2,94	0,9%	2,81	0,9%	2,50	0,7%	2,50	0,7%
Sonstige betriebliche Erträge	3,07	0,9%	4,50	1,4%	3,00	0,9%	3,00	0,8%
Materialaufwand	-189,83	-55,0%	-171,51	-52,7%	-174,20	-52,0%	-182,55	-51,6%
<b>Rohergebnis</b>	<b>161,90</b>	<b>46,9%</b>	<b>160,25</b>	<b>49,3%</b>	<b>166,30</b>	<b>49,6%</b>	<b>176,72</b>	<b>50,0%</b>
Personalaufwand	-107,88	-31,3%	-109,06	-33,5%	-110,50	-33,0%	-112,00	-31,7%
Abschreibungen	-15,57	-4,5%	-9,65	-3,0%	-8,50	-2,5%	-8,75	-2,5%
sonstige betriebliche Aufwendungen	-47,10	-13,7%	-43,81	-13,5%	-43,19	-12,9%	-45,13	-12,8%
<b>Betriebsergebnis</b>	<b>-8,65</b>	<b>-2,5%</b>	<b>-2,26</b>	<b>-0,7%</b>	<b>4,11</b>	<b>1,2%</b>	<b>10,84</b>	<b>3,1%</b>
Finanzergebnis	-4,06	-1,2%	-5,36	-1,6%	-5,00	-1,5%	-4,75	-1,3%
<b>EBT</b>	<b>-12,71</b>	<b>-3,7%</b>	<b>-7,62</b>	<b>-2,3%</b>	<b>-0,89</b>	<b>-0,3%</b>	<b>6,09</b>	<b>1,7%</b>
Ertragssteuern	-0,42	-0,1%	-4,85	-1,5%	0,27	0,1%	-1,83	-0,5%
<b>Ergebnis vor Anteilen Dritter</b>	<b>-13,13</b>	<b>-3,8%</b>	<b>-12,47</b>	<b>-3,8%</b>	<b>-0,62</b>	<b>-0,2%</b>	<b>4,26</b>	<b>1,2%</b>
Minderheitenanteile	-0,12	0,0%	-0,19	-0,1%	-0,20	-0,1%	-0,25	-0,1%
<b>Konzernjahresergebnis nach Minderheiten</b>	<b>-13,25</b>	<b>-3,8%</b>	<b>-12,66</b>	<b>-3,9%</b>	<b>-0,82</b>	<b>-0,2%</b>	<b>4,01</b>	<b>1,1%</b>
EBITDA	6,92		7,39		12,61		19,59	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	2,0%		2,3%		3,8%		5,5%	
EBIT	-8,65		-2,26		4,11		10,84	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	-2,5%		-0,7%		1,2%		3,1%	
Ergebnis je Aktie in €	-1,85		-1,76		-0,12		0,56	
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, EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)



Quelle: euromicron, GBC

## Geschäftsentwicklung 2016

GuV (in Mio. €)	GJ 2015	Δ zum VJ	GJ 2016
Umsatzerlöse	344,89	-5,7%	325,31
EBITDA (Marge)	6,92 (2,0%)	+6,7%	7,39 (2,3%)
EBIT (Marge)	-8,65 (-2,5%)	n.A.	-2,26 (neg.)
Konzernjahresergebnis	-13,25	n.A.	-12,66
EPS in €	-1,85	n.A.	-1,76

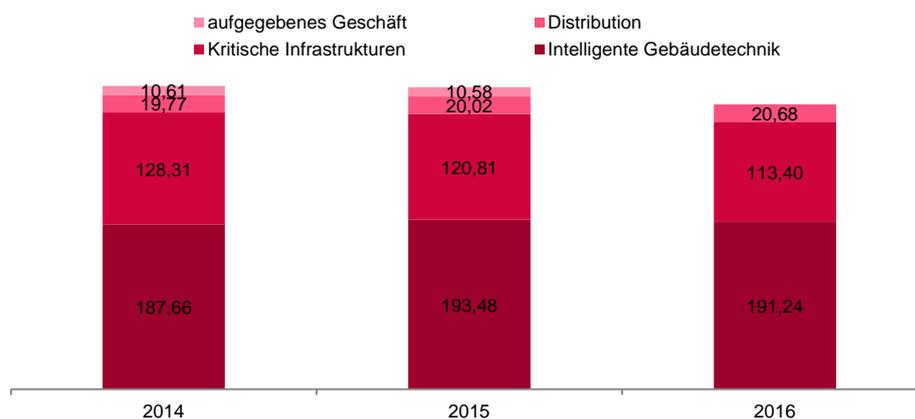
Quelle: euromicron AG, GBC

### Umsatzentwicklung

Das GJ 2016 der euromicron AG war noch stark von der in 2015 eingeleiteten strategischen Neuausrichtung und Reorganisation geprägt, was dazu führte, dass das Management im 3. Quartal die Umsatz- und Ergebnisprognosen anpassen musste. Speziell das Segment Kritische Infrastrukturen hat sich schwach entwickelt und blieb damit hinter den Erwartungen zurück. Der Segmentumsatz ist um rund 6% auf 113,40 Mio. € gefallen. Dieser Umsatzrückgang wurde zum einen durch die Einstellung des Geschäftsbereichs Glasfaserinfrastruktur verursacht (1,7 Mio. €). Für den weiteren Umsatzrückgang waren im Wesentlichen nicht realisierte Umsätze aufgrund ausstehender Exportgenehmigungen im Produktgeschäft verantwortlich.

Im Segment Intelligente Gebäudetechnik lagen die Umsätze nur leicht unter dem Vorjahresniveau, im Segment Distribution konnten die Umsätze moderat gesteigert werden. Insgesamt sind die Umsätze im Vergleich zum Vorjahr um 5,7% zurückgegangen, wobei zu berücksichtigen ist, dass im Vorjahr die inzwischen aufgegebenen Geschäftsbereiche mit 10,6 Mio. € zum Gesamtumsatz beigetragen haben. Bereinigt um diesen Effekt betrug der organische Umsatzrückgang lediglich 2,7%.

### Entwicklung der Außenumsatzerlöse nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: euromicron, GBC

Der umsatzstärkste Bereich Intelligente Gebäudetechnik verzeichnete im GJ 2016 einen leichten Umsatzrückgang um rund 1,2% auf 191,24 Mio. €. Das vom Management in diesem Segment erwartete hohe einstellige Wachstum wurde nicht erreicht. Der Hauptgrund für die Prognoseabweichung war das ausgebliebene Umsatzwachstum der euromicron Deutschland, dem größten Teilbereich des Segments. Im vergangenen Geschäftsjahr kam es in diesem zu einer Neuausrichtung des Vertriebs. Im Rahmen dessen wurden Subunternehmeraufträge bei risikoreichen Großaufträgen vermieden. Damit wurde bewusst auf margenschwachen Umsatz verzichtet, um die Rentabilität zu erhöhen und Risiko zu senken. Zusätzlich wirkten sich ausgebliebene Großaufträge, die jährli-

chen Schwankungen unterliegen, sowie die Verschiebung von internationalen Großprojekten belastend auf den Segmentumsatz aus.

Darüber hinaus wurden bei der euromicron Deutschland im Geschäftsjahr 2016 noch Altprojekte abgeschlossen. Diese belasteten in 2016 zwar vor allem die Ertragsseite, hatten aber auch eine umsatzseitige Auswirkung, da Mitarbeiterressourcen durch diese Projekte entsprechend gebunden wurden und damit nicht für alternative Projekte eingesetzt werden konnten. Im aktuellen Geschäftsjahr sollten sich aus den Altprojekten jedoch keine nennenswerten Belastungen mehr ergeben.

Entgegengesetzt zu den beiden größten Segmenten entwickelte sich das Segment Distribution. In diesem konnten die Umsätze im Vergleich zum Vorjahr um 3,3% auf 20,68 Mio. € erhöht werden. Hier konnten die Managementenerwartungen übertroffen werden.

Insgesamt bleibt festzuhalten, dass die Umsatzentwicklung im GJ 2016 noch nicht zufriedenstellend war. Jedoch ist auch zu bemerken, dass der Umsatzrückgang organisch nur moderat ausgefallen ist, trotz der Tatsache, dass der Geschäftsverlauf durch die Reorganisation geprägt war. Zudem war der Umsatzrückgang durch einen Großauftrag im Vorjahr und Projektverschiebungen geprägt, was bei einem Vorjahresvergleich mit in Betracht gezogen werden muss.

### **Ergebnisentwicklung**

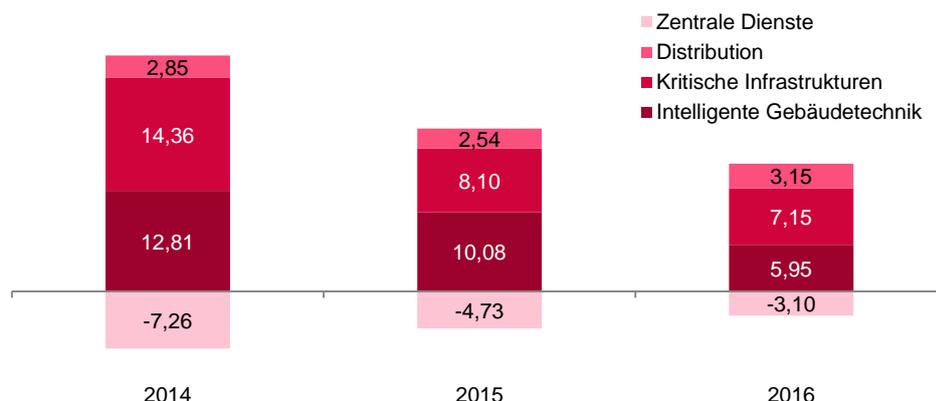
Die strategische Neuausrichtung und Reorganisation der euromicron AG spiegelt sich auch in der Ergebnisentwicklung wider. So ging das operative EBITDA (bereinigt um Reorganisationseffekte) um 4,4% auf 13,15 Mio. zurück. Gemäß der Umsatzentwicklung waren vor allem die Segmente Kritische Infrastrukturen und Intelligente Gebäudetechnik hierfür verantwortlich.

Das Ergebnis im Bereich Intelligente Gebäudetechnik wurde insbesondere von der euromicron Deutschland beeinflusst. In diesem Bereich mussten während des GJ 2016 noch Altaufträge abgearbeitet werden, die personelle Kapazitäten gebunden haben, die alternativ für margenstärkere Projekte eingesetzt hätten werden können. Den negativen Ergebniseffekt hieraus schätzen wir auf ca. 3 Mio. €. Zusätzlich fielen auch negative Margeneffekte aus dem Wegfall eines nicht jährlich wiederkehrenden Großauftrags zur Ausstattung von Rechenzentren mit Spezialsteckern an. In der Summe führte dies zu einem Verlust von Deckungsbeiträgen. Entsprechend ging das operative EBITDA des Segments deutlich um 41% auf 5,95 Mio. € zurück.

Ähnlich entwickelte sich der zweitgrößte Bereich Kritische Infrastrukturen. Wie in der Umsatzentwicklung dargestellt, wurde in diesem der Geschäftsbereich Glasfaserinfrastruktur eingestellt und es kam zu Umsatzeinbußen aufgrund ausstehender Exportgenehmigungen. Beides führte zu einem negativen Ergebniseffekt (2,4 Mio. €), so dass das operative EBITDA im Vergleich zum Vorjahr um 12% auf 7,15 Mio. € sank. Die beiden umsatzstärksten Geschäftsbereiche konnten die ergebnisseitigen Managementenerwartungen nicht erfüllen.

Positiv entwickelte sich hingegen im vergangenen Geschäftsjahr das Segment Distribution. Aufgrund der positiven Umsatzentwicklung und der deutlich verbesserten Rohertragsmarge des abgesetzten Produktmixes, konnte das operative EBITDA um 24% auf 3,15 Mio. € gesteigert werden. In diesem Bereich wurden die Managementenerwartungen übertroffen.

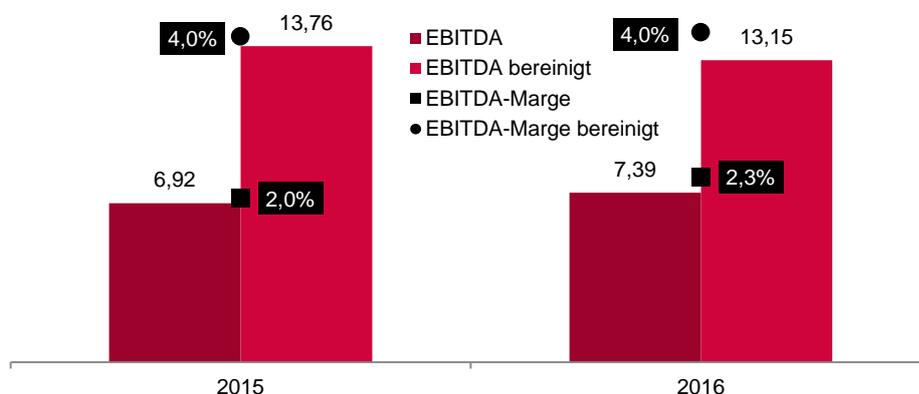
### Entwicklung des operativen EBITDA nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: euromicron, GBC

Ebenso positiv entwickelte sich der Bereich zentrale Dienste (Konzernverwaltung). Auch hier haben sich eingeleitete Reorganisationsmaßnahmen positiv auf das Segmentergebnis ausgewirkt. So konnten Einsparungen im Bereich der Personal- und Sachkosten realisiert werden. Darüber hinaus werden jedoch auch Sondererträge in Höhe von 1,4 Mio. € realisiert. Insgesamt konnte das operative EBITDA im Vergleich zum Vorjahr um 1,6 Mio. € auf -3,1 Mio. € verbessert werden.

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



Quelle: euromicron, GBC

Wie auch schon im Vorjahr, war das vergangene GJ 2016 von Sonderaufwendungen im Zusammenhang mit der Neuausrichtung und Reorganisation geprägt. Diese fielen in 2016 vor allem bei der Muttergesellschaft euromicron AG sowie der euromicron Deutschland GmbH an und betrafen überwiegend Beratungskosten im Zusammenhang mit der Reorganisation, Kosten für Personalmaßnahmen und Kosten in Bezug auf die geplante Neustrukturierung der Konzernfinanzierung, speziell für Finanzierungsberatung sowie den Abschluss der Finanzierungsvereinbarung. In Summe beliefen sich die EBITDA-wirksamen Sonderaufwendungen im Geschäftsjahr 2016 auf ca. 5,76 Mio. €. Bereinigt um diese Sonderaufwendungen betrug das EBITDA im abgelaufenen Geschäftsjahr 13,15 Mio. €, was nahezu dem Vorjahresniveau entspricht. Aufgrund der im Wesentlichen abgeschlossenen Restrukturierung erwarten wir für das aktuelle Geschäftsjahr deutlich niedrigere Ergebnisbelastungen.

Insgesamt war die Ergebnisentwicklung der euromicron AG im vergangenen Geschäftsjahr noch nicht zufriedenstellend. Insbesondere die euromicron Deutschland hat durch das abzuarbeitende Altgeschäft das Konzernergebnis stark belastet. Dieser negative

Effekt sollte jedoch nur temporär sein und sich im aktuellen Geschäftsjahr nicht fortsetzen. Zudem wirkt sich die länger andauernde Reorganisation dieser Gesellschaft ergebnisbelastend aus. Hervorzuheben ist, dass trotz eines Umsatzrückgangs die operative EBITDA-Marge mit 4% auf Vorjahresniveau gehalten werden konnte.

Die vom Management eingeleiteten Maßnahmen zur Rentabilitätssteigerung schlagen sich zunehmend auch positiv im Ergebnis nieder. Auch wenn die Neuausrichtung des Konzerns und die damit einhergehenden Ergebnisbelastungen etwas länger andauern als ursprünglich gedacht, sehen wir das Unternehmen auf dem „richtigen Weg“. Die Erfolge der strategischen Neuausrichtung werden zunehmend sichtbar.

## Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	GJ 2014	GJ 2015	GJ 2016
Eigenkapital	110,40	97,04	82,36
EK-Quote (in %)	38,4%	35,8%	33,7%
Zinstragende Verbindlichkeiten	64,78	66,50	77,81
Liquide Mittel	15,62	10,72	6,84
Nettoverschuldung	49,16	55,78	70,97
Operatives Anlagevermögen (inkl. Goodwill)	148,40	141,04	140,27
Net Working Capital	64,74	59,67	36,17

Quelle: euromicron, GBC

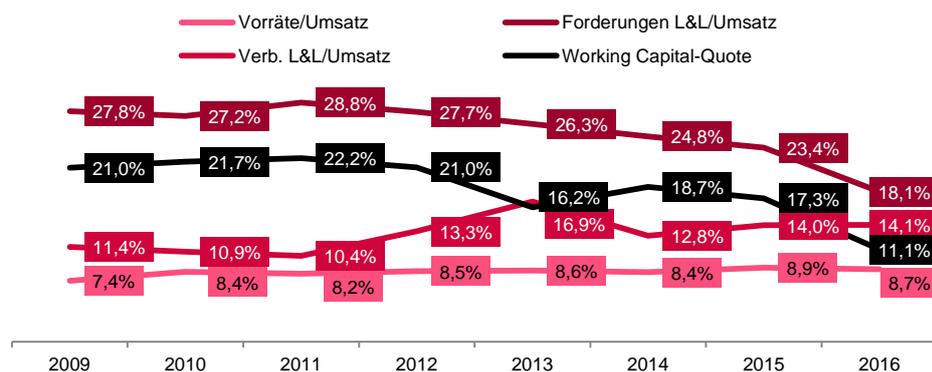
Die allgemeine Geschäftsentwicklung und die Reorganisationsmaßnahmen schlugen sich auch in der Bilanz nieder. So verringerte sich das Eigenkapital aufgrund des Verlusts, der insbesondere durch Reorganisationsmaßnahmen verursacht wurde, deutlich auf 82,36 Mio. €. Hierdurch sank ebenso die Eigenkapitalquote.

Im Rahmen der strategischen Neuausrichtung der euromicron AG stand auch die Optimierung des Working Capitals im Fokus. Nachdem im Vorjahr bereits erste Erfolge bei der Verbesserung des Working Capitals erzielt wurden, konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr erneut eine Optimierung in diesem Bereich verzeichnet werden. Dabei konnte der Gesamtposten um rund 40% reduziert werden, vor allem im Bereich Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, sowie der Fertigungsaufträge mit aktivischem Saldo gegenüber Kunden. Gleichzeitig konnte die Working-Capital-Quote deutlich um 6 Prozentpunkte von 17,8% auf 11,8% gesenkt werden.

In der Vergangenheit hatte das Factoring massive Effekte auf das Working Capital und den Cashflow. Im Jahr 2016 wurde jedoch die bisherige Praxis der Behandlung des Factorings verändert. Während Kundengelder früher periodisch weitergeleitet wurden, was zu hohen Stichtagsschwankungen führte, werden die Gelder nun direkt an den Factorer zurückgeführt. In diesem Zusammenhang sanken die Verbindlichkeiten, die sich auf weiterzuleitende Kundengelder beziehen, um 21,8 Mio. €. Dieser Effekt hat den operativen Cashflow einmalig negativ beeinflusst. Gegenläufig dazu wirkten jedoch positive Effekte aus dem höheren Bestand an im Rahmen des Factorings verkauften Forderungen. Zukünftig sollte der operative Cashflow durch die Veränderung allerdings weniger durch die Factoring-Aktivitäten bedingt schwanken.

Der Umstellungseffekt hat mit 8,4 Mio. € wesentlich zum Anstieg der zinstragenden Verbindlichkeiten beigetragen, da dieser durch eine höhere Inanspruchnahme der Kontokorrentlinien finanziert wurde. Die massive Verbesserung des Working Capitals sollte sich zukünftig weiter positiv auf die Kapitalstruktur des Konzerns auswirken. Zudem erhöht sich die Planbarkeit der Cashflows.

### Entwicklung des Working Capitals (in Mio. €)



Quelle: Berechnungen GBC

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Führendes IT-Unternehmen mit einem flächendeckenden Niederlasungsnetz in Deutschland</li> <li>• Differenzierungsmerkmal durch Kombination aus Kompetenzen in der Systemintegration und bei Technologielösungen, sowie im Bereich Smart-Services</li> <li>• Krisenresistentes Geschäftsmodell aufgrund breiter Kundendiversifikation</li> <li>• Strategische Neuausrichtung und Fokussierung trägt bereits erste Früchte</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vergleichsweise hoher Goodwill in der Bilanz, welcher rund 40% der Bilanzsumme ausmacht</li> <li>• Traditionell hoher Ergebnisbeitrag im vierten Quartal führt zu einer hohen Saisonalität des Geschäftsverlaufs</li> <li>• Relativ hohe Nettoverschuldung</li> <li>• Seit dem GJ 2012 deutlich niedrigere Margenniveaus als in den Vorjahren, durch Restrukturierung jedoch wieder mit Verbesserung zu rechnen</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Verstärkung der Produkt- und Lösungskompetenz könnte das Margenniveau positiv beeinflussen</li> <li>• Bessere Nutzung von Synergieeffekten zwischen den Tochtergesellschaften könnte sich positiv auf die Umsatz- und Ertragslage auswirken</li> <li>• Der Markt für Smart Buildings und Kritische Infrastrukturen wächst bis zum Jahr 2024 voraussichtlich mit rund 20% pro Jahr</li> <li>• Das Fokusthema Internet of Things und Industrie 4.0 steht noch am Anfang der Entwicklung und Marktdurchdringung. Daraus könnten sich enorme Wachstumspotenziale ergeben</li> <li>• Die euromicron AG könnte durch einen verstärkten Produktfokus eine verbesserte strategische Position bei Projekten erlangen und damit das Margenniveau heben</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Das Wachstumstempo im Bereich des Internet of Things könnte langsamer ausfallen als derzeit erwartet</li> <li>• Die Entwicklung im Bereich des Internet of Things könnte in anderen Kernbereichen stattfinden, als in den von euromicron adressierten Bereichen</li> <li>• Die euromicron AG könnte auf Produkte und Lösungen setzen, die am Markt nicht so angenommen werden wie erwartet und damit das Wachstumstempo drücken</li> <li>• Das Heben von Synergien zwischen den Tochtergesellschaften könnte nicht in dem Maße gelingen wie geplant und damit das Wachstumstempo und den Margenzuwachs bremsen</li> </ul>

## Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017e (alt)	GJ 2017e (neu)	GJ 2018e
Umsatzerlöse	325,31	354,73	335,00	353,77
EBITDA (Marge)	7,39 (2,3%)	17,44 (4,9%)	12,61 (3,8%)	19,59 (5,5%)
EBIT (Marge)	-2,26 (-0,7%)	8,69 (2,4%)	4,11 (1,2%)	10,84 (3,1%)
Konzernjahresergebnis	-12,66	3,81	-0,82	4,01
EPS in €	-1,76	0,53	-0,12	0,56

Quelle: GBC AG

### Umsatzprognosen

Nachdem die 2015 eingeleitete Restrukturierung weitgehend abgeschlossen ist, sollte nun die Basis geschaffen worden sein, um zukünftig nachhaltig profitabel zu wachsen. Vor allem die Positionierung in Richtung der Markttrends „IoT“, „Industrie 4.0“, „Smart Services“ sollte sich als wachstumsfördernd herausstellen.

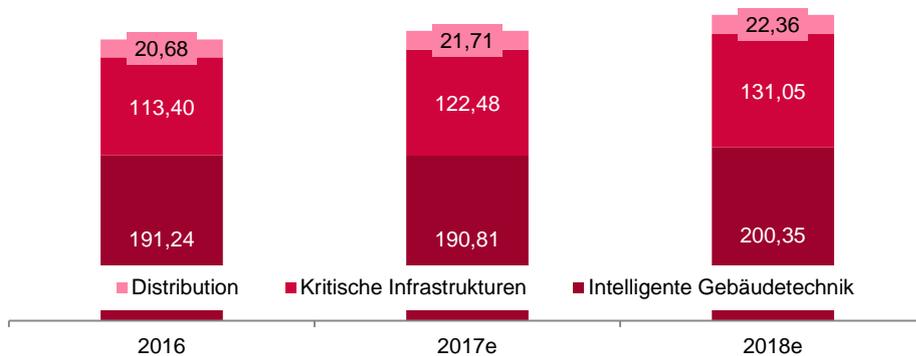
Auch wenn die Neuausrichtung und Reorganisation des Konzerns länger als erwartet gedauert hat, sehen wir nun das Fundament für nachhaltiges Wachstum gelegt. Aufgrund der länger als erwartet andauernden Reorganisationsmaßnahmen, insbesondere bei der Neuausrichtung der euromicron Deutschland GmbH, wurden zum Halbjahr die Umsatz- und Ergebnisprognosen für 2016 nach unten korrigiert.

Auf Basis des Umsatzes des vergangenen Geschäftsjahres (325,3 Mio. €) und dem anteiligen Wegfall der Umsatzerlöse des Geschäftsbereichs Telekommunikation der euromicron Deutschland GmbH, sowie dem Rückzug aus dem Geschäftsfeld Glasfaserinfrastruktur (RSR GmbH & Co. KG), rechnet die euromicron AG für 2017 mit einem Umsatz in der Bandbreite zwischen 330 Mio. € und 350 Mio. €. Unter Berücksichtigung dieses Wegfalls erwartet man somit auf organischer Basis einen deutlichen Umsatzsprung.

Für das Geschäftsjahr 2017 erwarten wir einen Umsatz in Höhe von 335,00 Mio. €, was dem Erreichen der mittleren Bandbreite der Unternehmensprognose entsprechen würde. Wir erwarten, dass insbesondere der Bereich Kritische Infrastrukturen im GJ 2017 durch ein erhöhtes Produktgeschäft und Markteinführungen eigenentwickelter Produkte sehr dynamisch wächst und das trotz einer niedrigeren Umsatzausgangsbasis aufgrund der Einstellung des Glasfasergeschäfts. Für dieses zweitgrößte Segment erwarten wir ein Umsatzwachstum von 8% im Vergleich zum Vorjahr auf rund 122,5 Mio. €.

Für das größte Segment Intelligente Gebäudetechnik erwarten wir bedingt durch die Einstellung des Telekommunikationsgeschäfts einen Umsatz auf Vorjahresniveau in Höhe von 190,81 Mio. €. Wir schätzen den entfallenden Umsatzbeitrag des Teilssegments im GJ 2016 auf ca. 10 Mio. €. Bereinigt um diesen Effekt beträgt das erwartete organische Wachstum in diesem Bereich 5,3%. Erreicht werden soll dies im Zuge der allgemeinen Marktentwicklung, der Marktreife neuer Produkte und den Wegfall von Blindleistungen, sowie durch positive Effekte aus der Neuausrichtung der euromicron Deutschland GmbH. Aber auch für das Segment Distribution rechnen wir mit einem moderaten Zuwachs im einstelligen Prozentbereich.

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



Quelle: GBC

Für das GJ 2018 rechnen wir mit einem deutlichen Wachstum um 5,6%. Die Effekte der Reorganisation und die Vertriebsumstellung, sowie die zunehmende Positionierung des Unternehmens in Wachstumsmärkten sollten das Geschäft positiv beeinflussen. Im kommenden Jahr sollte somit ein Umsatz in Höhe von rund 354 Mio. € generiert werden, was einem Anstieg um 5,6% gleichkommt.

### Ergebnisprognosen

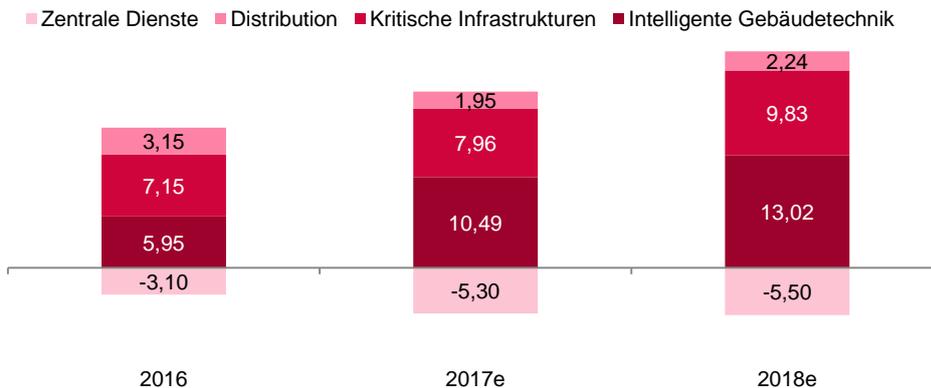
Auf Basis der herausgegebenen Umsatzprognose erwartet die euromicron Gruppe für das Geschäftsjahr 2017 eine operative EBITDA-Marge zwischen 4,0 und 5,0%. Darüber hinaus sollen die Reorganisationskosten im Bereich von 2,0 bis 3,0 Mio. € liegen. Entsprechend soll die ausgewiesene EBITDA-Marge zwischen 3,1% und 4,1% liegen.

Wir gehen davon aus, dass die mittlere Prognosespanne erreicht wird und damit im GJ 2017 ein EBITDA in Höhe von rund 12,61 Mio. € erzielt wird, was einer EBITDA-Marge von 3,8% entspricht. Vor dem Hintergrund der erwarteten Restrukturierungskosten sollte das operative EBITDA bei 15,11 Mio. € liegen, was einer bereinigten EBITDA-Marge von 4,5% gleichkommt.

Insbesondere der Bereich Intelligente Gebäudetechnik sollte maßgeblich zu einem höheren operativen EBITDA beitragen. Wir erwarten für dieses Segment einen Ergebnissprung um 76,3% auf 10,49 Mio. €. Wie in der Umsatzprognose dargestellt, soll die allgemeine Marktentwicklung, neue Produkteinführungen, wegfallende Blindleistungen, sowie positive Effekte aus der Neuausrichtung der euromicron Deutschland hierzu führen. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass in 2016 nochmals Ergebnisbelastungen durch Reorganisationsaufwendungen in Höhe von rund 0,50 Mio. € anfallen werden. Somit erwarten wir ein ausgewiesenes EBITDA von 9,99 Mio. € in diesem Segment.

Auch im Segment Kritische Infrastrukturen erwarten wir einen operativen EBITDA Anstieg, jedoch nicht so dynamisch wie im größten Segment. Parallel zu einem erwarteten deutlichen Umsatzwachstum in diesem Bereich durch ein gesteigertes Produktgeschäft und infolge von Produktneueinführungen, gehen wir von einem Ergebniswachstum um 11,3% auf 7,96 Mio. € aus. Wir erwarten für diesen Bereich in 2017 nur geringfügige Reorganisationsaufwendungen, entsprechend gehen wir von einem ausgewiesenen EBITDA im Bereich des operativen EBITDA aus.

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



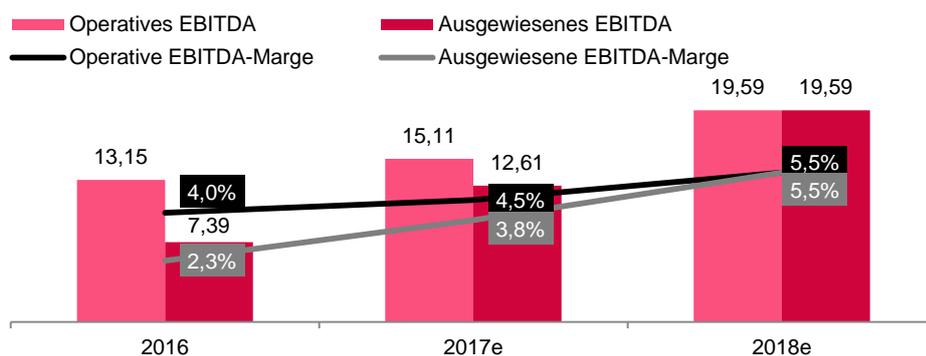
Quelle: GBC

Entgegengesetzt zu den beiden größten Segmenten erwarten wir für den Bereich Distribution einen operativen EBITDA-Rückgang. Dies liegt darin begründet, dass wir ergebnisbelastende Investitionen in die Vertriebsorganisation erwarten. Für diesen Bereich erwarten wir einen EBITDA-Rückgang in Höhe von 38,1% auf 1,95 Mio. €.

Im Bereich Zentrale Dienste werden nochmal Sonderaufwendungen im Zusammenhang mit Reorganisationsmaßnahmen in Höhe von 1,6 Mio. € erwartet. Für das Holding-Segment rechnen wir im GJ 2017 insgesamt mit einem EBITDA von -5,30 Mio. €. Im Vergleich zum Vorjahr ergibt sich hieraus ein Rückgang um 70,1%, wobei das Vorjahresergebnis durch einen Sonderertrag (1,4 Mio. €) positiv beeinflusst wurde.

Im darauffolgenden Geschäftsjahr 2018 erwarten wir eine deutliche Ergebnissteigerung. Einerseits ist dies begünstigt durch den Wegfall der Sonderaufwendungen im Rahmen der Reorganisation. Zum anderen sollten die zum Ende des GJ 2016 auslaufenden unprofitablen Altprojekte das Ergebnis positiv beeinflussen. Das hierdurch freiwerdende Personal sollte für neue Projekte eingesetzt werden, die einen deutlich besseren Deckungsbeitrag liefern.

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



Quelle: GBC

Insgesamt spiegeln auch die Finanzkennzahlen die erfolgreiche Neuausrichtung der euromicron AG wider. Auf Basis der bisherigen Reorganisationserfolge und dem noch vorhandenen Effizienzsteigerungspotenzial, sowie Synergienmöglichkeiten zwischen den Tochterunternehmen, sollten deutlich höhere Margen als bisher erreicht werden können. Zumal das Unternehmen auch in der Vergangenheit bewiesen hat, dass zweistellige EBITDA-Margen möglich sind.

## BEWERTUNG

### Modellannahmen

Die euromicron AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2017 und 2018 in Phase 1, erfolgt von 2019 bis 2024 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 11,1% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 50% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,6%.

### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,6% errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2018 entspricht als Kursziel 10,50 €. Gegenüber unserer bisherigen Einschätzungen belassen wir das Kursziel damit unverändert.

## DCF-Modell

### euromicron AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Wertetreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	6,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	6,0%
Working Capital zu Umsatz	10,0%

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

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	Endwert
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	335,00	353,77	364,52	375,61	387,02	398,79	410,91	423,41	
US Veränderung	3,0%	5,6%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,36	2,51	2,59	2,68	2,77	2,86	2,96	3,05	
EBITDA	12,61	19,59	21,92	22,58	23,27	23,98	24,70	25,46	
EBITDA-Marge	3,8%	5,5%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	
EBITA	4,11	10,84	13,45	14,15	14,86	15,59	16,34	17,12	
EBITA-Marge	1,2%	3,1%	3,7%	3,8%	3,8%	3,9%	4,0%	4,0%	4,0%
Steuern auf EBITA	-1,23	-3,25	-4,04	-4,24	-4,46	-4,68	-4,90	-5,14	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	2,88	7,59	9,42	9,90	10,40	10,91	11,44	11,98	
Kapitalrendite	1,6%	4,2%	5,3%	5,6%	5,9%	6,1%	6,4%	6,7%	6,8%
Working Capital (WC)	36,88	36,18	36,45	37,56	38,70	39,88	41,09	42,34	
WC zu Umsatz	11,0%	10,2%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Investitionen in WC	-0,71	0,69	-0,27	-1,11	-1,14	-1,18	-1,21	-1,25	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	141,76	141,01	140,55	140,12	139,71	139,33	138,97	138,63	
AFA auf OAV	-8,50	-8,75	-8,46	-8,43	-8,41	-8,38	-8,36	-8,34	
AFA zu OAV	6,0%	6,2%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	
Investitionen in OAV	-9,99	-8,00	-8,00	-8,00	-8,00	-8,00	-8,00	-8,00	
Investiertes Kapital	178,64	177,20	177,00	177,68	178,41	179,21	180,06	180,97	
EBITDA	12,61	19,59	21,92	22,58	23,27	23,98	24,70	25,46	
Steuern auf EBITA	-1,23	-3,25	-4,04	-4,24	-4,46	-4,68	-4,90	-5,14	
Investitionen gesamt	-10,70	-7,31	-8,27	-9,11	-9,14	-9,18	-9,21	-9,25	
Investitionen in OAV	-9,99	-8,00	-8,00	-8,00	-8,00	-8,00	-8,00	-8,00	
Investitionen in WC	-0,71	0,69	-0,27	-1,11	-1,14	-1,18	-1,21	-1,25	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,68	9,03	9,61	9,23	9,67	10,12	10,59	11,07	154,97
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	144,97	146,89							
Barwert expliziter FCFs	51,87	46,76							
Barwert des Continuing Value	93,10	100,13							
Nettoschulden (Net debt)	75,29	71,01							
Wert des Eigenkapitals	69,68	75,88							
Fremde Gewinnanteile	-0,50	-0,54							
Wert des Aktienkapitals	69,19	75,34							
Ausstehende Aktien in Mio.	7,18	7,18							
Fairer Wert der Aktie in EUR	9,64	<b>10,50</b>							

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,79
Eigenkapitalkosten	11,1%
Zielgewichtung	50,0%
Fremdkapitalkosten	5,0%
Zielgewichtung	50,0%
Taxshield	19,4%
<b>WACC</b>	<b>7,6%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	7,0%	7,3%	7,6%	7,9%	8,2%
6,3%	11,02	9,97	9,03	8,19	7,44
6,5%	11,87	10,76	9,76	8,88	8,08
6,8%	12,72	11,54	<b>10,50</b>	9,56	8,72
7,0%	13,57	12,33	11,23	10,25	9,36
7,3%	14,42	13,12	11,97	10,93	10,00

## 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, Kristina Bauer, Email: [bauer@gbc-ag.de](mailto: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), 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**  
**Marcel Goldman, M.Sc., 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](mailto:compliance@gbc-ag.de)



**GBC AG<sup>®</sup>**  
**- 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](mailto:office@gbc-ag.de)