

KLAUS SCHLOTE
TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 651
KSCHLOTE@SOLVENTIS.DE

ULF VAN LENGERICH
TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 654
ULENGERICH@SOLVENTIS.DE

OLIVER LUCKENBACH
TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 653
OLUCKENBACH@SOLVENTIS.DE

DENNIS WATZ
TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 652
DWATZ@SOLVENTIS.DE

euromicron AG

Umsatz und Ergebnis verbessert – Transformation auf der Zielgeraden

Kaufen (Kaufen)

Kursziel	14,90 € (14,90 €)
Kurs (16.11.2017)	8,18 €
ISIN	DE000A1K0300
Marktkapitalisierung	58,7 Mio. €
Anzahl Aktien	7,2 Mio.
Markt Segment:	Prime Standard
Homepage	www.euromicron.de

Kerndaten und Prognosen

	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatz (Mio. €)	325,3	342	359	386
EBIT (Mio. €)	-2,3	3,4	9,0	13,5
EBIT-Marge	-0,7%	1,0%	2,5%	3,5%
EBITDA (Mio. €)	7,4	11,8	18,9	23,6
EBITDA-Marge	2,3%	3,4%	5,3%	6,1%
Ergebnis je Aktie (€)	-1,76	-0,19	0,33	0,78
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert je Aktie (€)	11,48	11,3	11,6	12,4
KGV	n.m.	n.m.	24,4	10,4
Kurs/Buchwert	0,51	0,72	0,70	0,66
EV/EBIT	-50,45	39,3	14,8	9,5
EV/EBITDA	15,47	11,4	7,0	5,4
EV/Umsatz	0,35	0,39	0,37	0,33
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Für die ersten 9 Monate 2017 berichtet euromicron einen Umsatzzuwachs von 7,7% auf 244,0 Mio. € und ein deutlich erhöhtes EBITDA von 4,8 Mio. € (Vj. -1,4 Mio. €). Die Zahlen bestätigen den Turnaround. Die Guidance für 2017 wurde bestätigt: Umsatz 330 - 350 Mio. € und operative EBITDA-Marge 4,0 - 5,0% (ohne Einmal-effekte aus der Reorganisation). Bei den Reorganisationskosten wird nun der obere Bereich der Bandbreite (2,0 - 3,0 Mio. €) kommuniziert. Bis Ende September waren 2,4 Mio. € angefallen. Wir bestätigen unser Kursziel und empfehlen die euromicron-Aktie weiter zum Kauf.

Der Auftragseingang legte nach 9 Monaten um 7,7% auf 265,3 Mio. € zu. Die Book-to-bill-ratio von 1,09 (Vj. 1,09) signalisiert weiteres Wachstum. Der Auftragsbestand lag bei 139,5 Mio. € (+14,0% yoy).

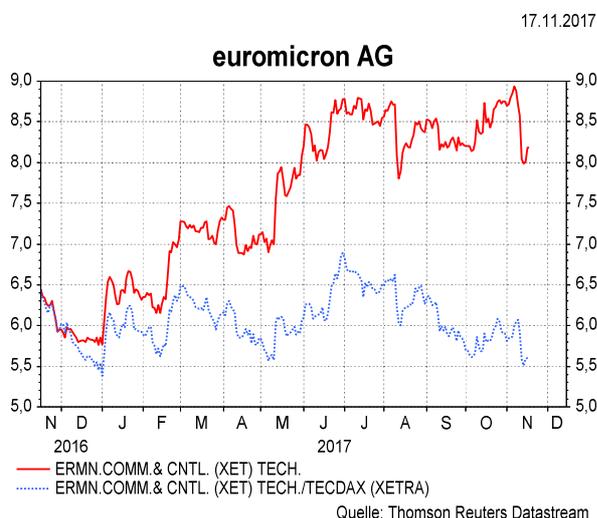
Im saisonal starken Q4 müssen noch ein Umsatz von 98 Mio. € und ein EBITDA von 7,0 Mio. € erzielt werden, um unsere Erwartungen zu erfüllen, die etwa in der Mitte der Guidance liegen. Derzeit sehen wir keinen Grund, unsere Prognosen zu verändern.

Das Working Capital vor Factoring konnte binnen Jahresfrist um 3,1 Mio. € auf 84,4 Mio. € reduziert werden. Die entsprechende Working Capital Ratio verbesserte sich auf 24,6% (Vj. 26,6%).

Der berichtete operative Cashflow verbesserte sich auf -22,5 Mio. € (Vj. -39,1 Mio. €). Ohne die Effekte aus Factoring und weiterzuleitenden Kundengeldern weist die Gesellschaft einen bereinigten operativen Cashflow von -15,6 Mio. € (Vj. -17,7 Mio. €) aus.

Ende September belief sich das EK auf 78,4 Mio. € bei Firmenwerten von 109,8 Mio. €. Die EK-Quote war um 3,0 Prozentpunkte auf 30,6% rückläufig.

Die Nettoverschuldung wird zum 30. September mit 103,7 Mio. € (Vj. 100,9 Mio. €) ausgewiesen. Die freie Liquidität (Kreditlinie und Kasse) hat auf 10,9 Mio. € (Vj. 13,9 Mio. €) abgenommen. Insgesamt bestehen gegenüber den Banken Verbindlichkeiten von 107,4 Mio. €, davon 87,4 Mio. € kurzfristig (31.03.2018).



BITTE BEACHTEN SIE UNSEREN DISCLAIMER AB SEITE 11.

Umsatz und Ergebnis deutlich verbessert

In den ersten 9 Monaten konnte euromicon bei Umsatz und Ergebnis deutlich zulegen. Dies ist im Wesentlichen auf **Volumeneffekte** zurückzuführen; die Rohertragsmarge blieb mit 47,2% (Vj. 47,1%) nahezu unverändert. Das **Umsatzwachstum** war im Segment „Kritische Infrastrukturen“ mit 16,8% auf 88,7 Mio. € am stärksten. Die größte Verbesserung beim **EBIT** wurde mit 3,2 Mio. € im Segment „Intelligente Gebäudetechnik“ verbucht. Es blieb mit -1,7 Mio. € (Vj. -4,9 Mio. €) aber noch negativ.

Die **Reorganisationskosten** waren nach 9 Monaten rückläufig: 2,4 Mio. € nach 2,8 Mio. € im Vorjahr. Ganzjährig erwarten wir 3,0 Mio. €; euromicon stellt den oberen Bereich einer unveränderten Bandbreite von 2,0 bis 3,0 Mio. € in Aussicht. Das wäre etwa die Hälfte des Vorjahres (5,8 Mio. €). 2018 dürften sich die Belastungen weiter verringern und noch weniger ins Gewicht fallen. Bei der Guidance für die EBITDA-Marge stellt euromicon auf die um Reorganisationskosten bereinigte Marge ab, die sog. operative EBITDA-Marge, und bestätigte einen Bereich von 4,0 bis 5,0 %. Das ist u. E. machbar. Bei unseren Projektionen verzichten wir auf eine entsprechende Bereinigung.

Neuausrichtung der Konzernfinanzierung

Weiterhin auf der Agenda steht die Neuausrichtung der Konzernfinanzen. Die Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten beliefen sich per 30.09.17 auf 107,4 Mio. €. Davon sind 87,4 Mio. € kurzfristig fällig (31.03.18). Die freien Linien schätzen wir auf 5,8 Mio. €. Wir gehen davon aus, dass es zu einer Einigung mit den Banken kommt. Unterjährig besteht eine Factoring-Linie von 30 Mio. €, mit einer saisonalen Spitze von 40 Mio. € im Q4. Die Gesellschaft verfügt über ein genehmigtes Kapital von knapp 9,2 Mio. € (13.05.2019). Satzungsgemäß besteht unter bestimmten Voraussetzungen die Möglichkeit, das gesetzliche Bezugsrecht der Aktionäre auszuschließen. Größere Verkäufe von Beteiligungsunternehmen erwarten wir nicht. Das Wachstum der Gesellschaft steht im Vordergrund. Der Bilanzverlust in der AG stand Ende 2016 bei 40,9 Mio. €. Mit einer Dividende rechnen wir frühestens für 2020.

Die **Working Capital-Ratio** nach Factoring verbesserte sich zum 30.09. auf 16,6% (Vj. 20,1%). Vor Factoring ergaben sich 24,6% (Vj. 26,6%). Der Rückgang vor Factoring entspricht 3,1 Mio. €, trotz eines um 17,5 Mio. € höheren Umsatzes. Aufgrund des saisonal starken Schlussquartals wird die Working Capital-Ratio am Jahresultimo deutlich niedriger sein. Die Gesellschaft strebt rund 10,0% an (Vj. 11,8%).

Der **Cashflow** aus laufender Geschäftstätigkeit belief sich gemäß Kapitalflussrechnung nach 9 Monaten auf -22,5 Mio. € (Vj. -39,1 Mio. €). Der um Factoring-Einflüsse bereinigte Cashflow wird von euromicon mit -15,6 Mio. € (Vj. -17,7 Mio. €) angegeben. Spätestens ab 2018 erwarten wir infolge höherer Umsätze und Margen nachhaltig einen positiven Cashflow (vor Factoring).

euromicon: Bereinigte Zahlen 9 Monate 2017 und 2016 (in Mio. €)

9M'2017	Kosten		
	berichtet	Reorga- nisation	bereinigt
Umsatz	244,0	0,0	244,0
Materialaufwand	-128,5	0,0	-128,5
Bestandsveränderungen	-0,5	0,0	-0,5
Rohertragsmarge	47,2%		47,1%
EBITDA	4,8	2,4	7,2
EBITDA-Marge	2,0%		2,9%
Abschreibungen	-6,3	0,0	-6,3
EBIT	-1,5	2,4	0,9
EBIT-Marge	-0,6%		0,4%
Zinserträge	0,1	0,0	0,1
Zinsaufwendungen	-3,7	0,0	-3,7
EBT	-5,1	2,4	-2,7
EBT-Marge	-2,1%		-1,1%
Steuern	1,4	0,0	1,4
EAT	-3,8	2,4	-1,4
Aktionäre euomircon	-3,9	2,4	-1,5
Anteile Dritter	0,2	0,0	0,2
EPS	-0,55	0,34	-0,21

9M'2016	Kosten		
	berichtet	Reorga- nisation	bereinigt
Umsatz	226,6	-0,1	226,5
Materialaufwand	-118,8	0,1	-118,6
Bestandsveränderungen	-1,1	0,0	-1,1
Rohertragsmarge	47,1%		47,1%
EBITDA	-1,4	2,8	1,4
EBITDA-Marge	-0,6%		0,6%
Abschreibungen	-6,2	0,0	-6,2
EBIT	-7,6	2,8	-4,8
EBIT-Marge	-3,4%		-2,1%
Zinserträge	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	-3,5	0,0	-3,5
EBT	-11,1	2,8	-8,2
EBT-Marge	-4,9%		-3,6%
Steuern	1,3	0,0	1,3
EAT	-9,8	2,8	-7,0
Aktionäre euomircon	-9,9	2,8	-7,1
Anteile Dritter	0,2	0,0	0,2
EPS	-1,38	0,39	-0,99

Quelle: Solventis Research, euromicon

Segmente in den ersten 9 Monaten 2017

euromicron berichtet nach den Segmenten „Intelligente Gebäudetechnik“, „Kritische Infrastrukturen“, „Distribution“ und „Zentrale Dienste“. Das Segment „Nicht strategischen Geschäftsfelder“ ist von untergeordneter Bedeutung, siehe Tabelle S. 5.

„**Intelligente Gebäudetechnik**“ beinhaltet die Geschäftsbereiche Digitalisierte Gebäude mit Smart Office, Smart Energy, und Smart Lighting. Darunter werden Lichtsteuerung, Zutrittskontrolle, Videoüberwachung, Brandschutz und Unterstützung der Kunden im Energie- und Gebäude-Management verstanden. Ein zweiter Geschäftsbereich im Segment heißt Industrie 4.0. Hier stehen die Digitalisierung und Vernetzung der Entwicklungs-, Produktions- und Serviceprozesse bei mittelständischen Industriekunden im Fokus. Dazu gehört auch die Ausstattung von Rechenzentren mit innovativen Steckersystemen. Wir schätzen, dass zwischen 30 und 35% des Segmentumsatzes auf die produzierenden Tochtergesellschaften MICROSENS, Elabo, LWL-Sachsenkabel und EUROMICRON Werkzeuge entfallen.

Unter „**Kritische Infrastrukturen**“ werden z.B. der Betriebsfunk eines Flughafens, das Kommunikationsnetzwerk der DB oder eines Energieversorgers zusammengefasst. Die Systemintegration umfasst Planung, Herstellung und Betrieb von digitalisierten, kritischen Infrastrukturen. Wir schätzen, dass zwischen 10 und 15% des Segmentumsatzes auf die Produktion entfallen.

Bei der „**Distribution**“ geht es um aktive und passive Netzwerkkomponenten im Glasfaser- und Kupferbereich.

„**Zentrale Dienste**“ umfasst verschiedene Holdingfunktionen für die 25 Beteiligungsunternehmen (30.09.2017), die die euromicron AG beherrscht. Minderheitenanteile gibt es bei der italienischen Qubix S.p.A (10%) und der deutschen KORAMIS GmbH (25%).

Die **nicht strategischen Geschäftsfelder** beinhalten den Geschäftsbereich RSR Datacom GmbH & Co. KG, der eingestellt wurde.

Die drei erstgenannten Segmente verbesserten sich bei Umsatz und EBIT in den ersten 9 Monaten 2017. Besonders erfreulich entwickelte sich „Kritische Infrastrukturen“. Diesem Bereich ist die telent GmbH zugeordnet. Das größte Segment „Digitalisierte Gebäudetechnik“ konnte den Verlust auf EBIT-Ebene deutlich reduzieren. Hier erwarten wir ganzjährig schwarze Zahlen. Rund zwei Drittel der Reorganisationskosten von 2,4 Mio. € (Vj. 2,8 Mio. €) entfällt auf „Zentrale Dienste“, der Rest auf „Intelligente Gebäudetechnik“.

Transformation soll 2018 abgeschlossen werden

Die Transformation der euromicron zu einem Lösungsanbieter mit einem erheblichen Umsatzanteil im IoT-Markt soll 2018 abgeschlossen werden. Dazu zählt ein breites Angebot an Smart Services für alle strategischen Zielmärkte im IoT-Markt. Auf diese Weise verschafft sich euromicron Wettbewerbsvorteile. Kleinere Zukäufe wie KORAMIS (Cybersecurity) und Elektroanlagen GmbH Dollenchen & Co. KG (Starkstrom) und die Veräußerung bzw. Aufgabe von nicht strategiekonformen Geschäftsbereichen runden diese Vorgehensweise ab. Möglicherweise trennt sich euromicron von weiteren Beteiligungen bzw. Assets. **Mittelfristiges Ziel bis 2019** ist ein Umsatz von 400 Mio. € bei einer operativen EBITDA-Marge zwischen 8,0 und 11,0%. Der Smart-Service-Anteil am Systemintegrationsumsatz soll dabei auf mehr als 10% steigen.

Markt ist noch nicht überzeugt

Für 2017 unterstellen wir ein Umsatzplus von 5% bei einer EBITDA-Marge von 3,4%. Bereinigt um weitere 3 Mio. € Reorganisationskosten inkl. Neustrukturierung der Finanzen kommen wir auf eine operative EBITDA-Marge von 4,3%, was im Rahmen der Guidance der Gesellschaft liegt. Den free Cashflow sehen wir deutlich verbessert aber noch negativ, bevor im Verlauf von 2018 eine Phase positiver free Cashflows beginnen sollte. Für 2019 haben wir den Umsatz auf 386 Mio. € bei einer EBITDA-Marge von 6,1% gestellt. Damit bleiben wir unter den Projektionen des Managements. Unsere Annahmen für den Terminal Value (TV) sind in diesem Kontext ebenfalls vorsichtig gewählt: EBIT-Marge 5,0%, Reinvestment-Rate 24,9%, Beta 1,07, WACC 5,9%, ewige Wachstumsrate 1,0%. Im Ergebnis sehen wir den **fairen Wert je Aktie** weiterhin bei 14,90 €. Gründe für die Diskrepanz zwischen aktuellem Preis und fairem Wert könnten mit der offenen Refinanzierung der kurzfristigen Bankschulden, den im Vergleich zum Eigenkapital hohen Firmenwerten und der länger als ursprünglich erwarteten Transformation des operativen Geschäfts zusammenhängen.

FAZIT

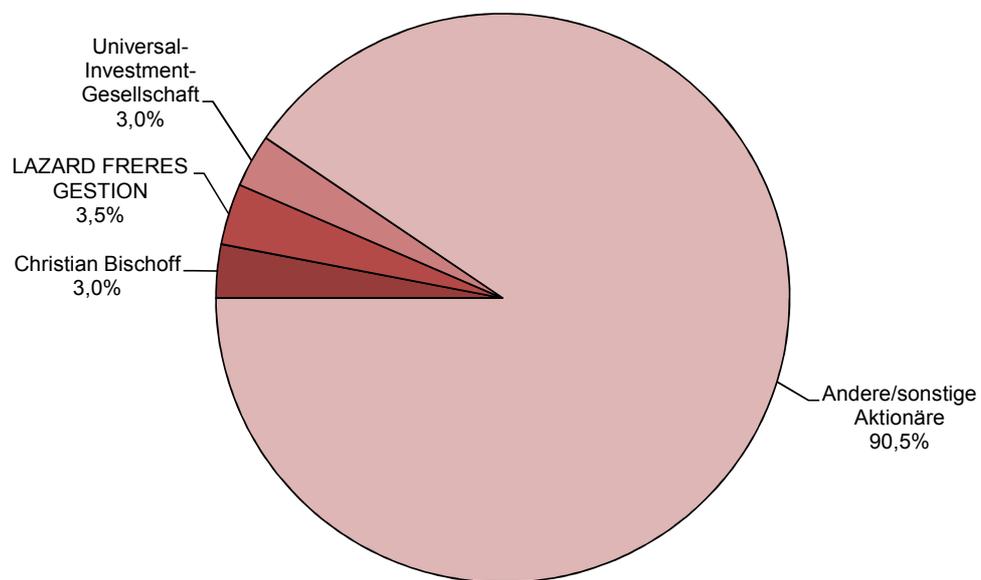
Für 2017 rechnen wir mit einem verbesserten aber noch negativen Ergebnis. 2018 sollten dann free Cashflow und Ergebnis zeigen, dass der eingeschlagene Weg nachhaltig erfolgreich ist. Getrieben vom IoT-Markt erwarten wir stärkeres Wachstum ab 2019. Eine Kapitalerhöhung halten wir nicht für zwingend, sie könnte die Dinge aber beschleunigen. Nach unserem DCF-Modell sehen wir den fairen Wert der euromicron-Aktie unverändert bei 14,90 €. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

euromicron: Segmente

in Mio. €	Intelligente Gebäudetechnik			Kritische Infrastrukturen			Distribution			Nicht strategische Geschäftsfelder			Zentrale Dienste			Überleitung		Konzern		
	9M'17	9M'16	ggü. Vorjahr	9M'17	9M'16	ggü. Vorjahr	9M'17	9M'16	ggü. Vorjahr	9M'17	9M'16	ggü. Vorjahr	9M'17	9M'16	ggü. Vorjahr	9M'17	9M'16	9M'17	9M'16	ggü. Vorjahr
Umsatzerlöse																				
Umsätze mit Fremden	137,9	131,6	4,8%	88,7	75,9	16,8%	16,7	15,9	5,3%	0,7	3,2	78,0%	0,0	0,0	n.m.	0,0	0,0	244,0	226,6	7,7%
Umsätze mit anderen Segmenten	1,0	1,4	-26,1%	1,0	0,9	4,1%	0,9	1,5	-42,5%	0,1	0,3	71,9%	0,0	0,0	n.m.	-3,0	-4,1	0,0	0,0	n.m.
Umsätze gesamt	139,0	133,0	4,5%	89,7	76,8	16,7%	17,6	17,4	1,2%	0,8	3,5	77,5%	0,0	0,0	n.m.	-3,0	-4,1	244,0	226,6	7,7%
EBITDA	2,3	-0,7	435,5%	4,8	2,9	65,3%	2,8	2,4	15,7%	-0,2	-0,5	49,5%	-4,9	-5,5	11,6%	0,0	0,0	4,8	-1,4	442,0%
Reorganisationskosten	-0,7	-0,4	-85,3%	0,0	0,0	n.m.	0,0	0,0	n.m.	-0,2	-0,2	15,3%	-1,6	-2,2	30,5%	0,0	0,0	-2,4	-2,8	13,8%
EBITDA operativ	3,0	-0,3	1071,7%	4,8	2,9	65,3%	2,8	2,4	15,7%	-0,1	-0,3	76,5%	-3,4	-3,3	-1,1%	0,0	0,0	7,2	-0,7	1060,2%
Abschreibungen	-4,1	-4,2	3,4%	-1,8	-1,5	-20,4%	-0,2	-0,3	18,1%	0,0	0,0	95,0%	-0,2	-0,3	18,8%	0,0	0,0	-6,3	-6,2	-0,7%
EBIT	-1,7	-4,9	64,5%	3,0	1,4	112,0%	2,6	2,2	20,1%	-0,2	-0,5	51,3%	-5,1	-5,8	11,9%	0,0	0,0	-1,5	-7,6	80,3%
Reorganisationskosten	-0,7	-0,4	-85,3%	0,0	0,0	n.m.	0,0	0,0	n.m.	-0,2	-0,2	15,3%	-1,6	-2,2	30,5%	0,0	0,0	-2,4	-2,8	13,8%
EBIT operativ	-1,0	-4,5	77,1%	3,0	1,4	112,0%	2,6	2,2	20,1%	-0,1	-0,3	77,8%	-3,6	-3,6	0,3%	0,0	0,0	0,9	-4,8	119,6%
Auftragsbestand	83,3	69,1	20,6%	54,3	52,5	3,6%	2,3	1,7	38,0%	0,6	1,7	-64%				-0,5	-0,8	140,1	124,1	12,9%
Working Capital	56,8	61,4	-7,5%	17,0	17,9	-5,2%	4,0	4,2	-2,7%	-0,2	0,6	-140%	-1,1	-0,9	-30%	-19,5	-17,1	57,0	66,1	-13,8%
Working Capital Ratio	28,5%	32,2%		13,7%	15,5%		17,7%	18,8%										16,6%	20,1%	
EBITDA-Marge	1,7%	-0,5%		5,3%	3,7%		16,1%	14,0%		-30,5%	-13,6%							2,0%	-0,6%	
EBITDA-Marge (operativ)	2,2%	-0,2%		5,3%	3,7%		16,1%	14,0%		-7,9%	-7,6%							2,9%	-0,3%	
EBIT-Marge	-1,2%	-3,7%		3,3%	1,8%		14,8%	12,4%		-30,6%	-14,2%							-0,6%	-3,4%	
EBIT-Marge (operativ)	-0,7%	-3,4%		3,3%	1,8%		14,8%	12,4%		-8,0%	-8,2%							0,4%	-2,1%	

Quelle: Solventis Research, euromicron

euromicron: Aktionärsstruktur



Quelle: Solventis Research, euromicron

euromicron: Peer-Group-Vergleich

Ticker	Kurs in € 16.11.17	KGV 2016	KGV 2017e	KGV 2018e	EV/ EBITDA 2017e	EV/ EBITDA 2018e	EV/ EBIT 2017e	EV/ EBIT 2018e	EBIT- Marge 2017e	EBIT- Marge 2018e	Kurs/ Buchwert 2017e	Kurs/ Buchwert 2018e	EV/ Sales 2017e	EV/ Sales 2018e
Adva Optical Networking SE	5,35	12,4	29,2	15,5	5,3	4,5	46,1	19,5	1,2%	2,6%	1,1	1,1	0,5	0,5
Bechtle AG	70,00	28,4	25,2	22,1	14,5	12,8	17,3	15,0	4,7%	4,9%	3,8	3,4	0,8	0,7
Huber+Suhner AG	44,11	18,7	23,2	20,6	9,4	8,6	15,3	13,1	7,4%	8,1%	1,6	1,6	1,1	1,1
Legrand SA	62,55	26,7	24,6	21,8	15,0	13,3	17,3	15,4	19,5%	19,8%	4,0	3,6	3,4	3,1
QSC AG	1,58	-7,9	105,6	33,3	7,4	6,8	40,4	25,8	2,0%	3,1%	2,3	2,1	0,8	0,8
Durchschnitt (ungewichtet)		15,7	41,6	22,7	10,3	9,2	27,3	17,8	7,0%	7,7%	2,6	2,4	1,3	1,2
MEDIAN		18,7	25,2	21,8	9,4	8,6	17,3	15,4	4,7%	4,9%	2,3	2,1	0,8	0,8
euromicron AG	8,18	-4,6	-94,4	20,8	10,1	7,3	34,2	15,1	1,1%	2,4%	0,7	0,7	0,4	0,4
Abweichung vom Median		-124,8%	-473,9%	-4,8%	6,7%	-15,1%	97,6%	-2,0%	-75,9%	-50,0%	-69,4%	-66,9%	-52,4%	-53,5%

Quelle: Solventis Research, euromicron

euromicron: GuV (in Tsd. €)

	2016	yoy	2017e	yoy	2018e	yoy	2019e	yoy
Umsatz	325.313	-5,7%	341.579	5,0%	358.658	5,0%	385.557	7,5%
Erh./Verm. un/fertige Erzeugnisse	-863	-203,6%	-906	-5,0%	-951	-5,0%	-1.023	-7,5%
andere aktivierte Eigenleistungen	2.808	-4,6%	2.785	-0,8%	2.785	0,0%	2.785	0,0%
sonstige betriebliche Erträge	4.499	46,4%	4.248	-5,6%	3.689	-13,1%	3.572	-3,2%
Materialaufwand	171.506	-9,7%	180.081	5,0%	189.085	5,0%	203.267	7,5%
Rohergebnis nach GKV	160.251	-1,0%	167.624	4,6%	175.095	4,5%	187.624	7,2%
Personalaufwand	109.057	1,1%	114.510	5,0%	120.235	5,0%	129.253	7,5%
Abschreibungen	9.649	-5,8%	8.337	-13,6%	9.970	19,6%	10.094	1,2%
sonstige betriebliche Aufwendungen	43.809	-7,0%	41.361	-5,6%	35.923	-13,1%	34.783	-3,2%
EBITDA	7.385	364,5%	11.753	59,1%	18.936	61,1%	23.588	24,6%
EBITDA-Marge	2,27%	1,8 pp	3,44%	1,2 pp	5,28%	1,8 pp	6,12%	0,8 pp
EBIT	-2.264	73,8%	3.416	250,9%	8.966	162,5%	13.494	50,5%
EBIT-Marge	-0,70%	1,8 pp	1,00%	1,7 pp	2,50%	1,5 pp	3,50%	1,0 pp
Sonstige finanzielle Aufwendungen	73	-78,0%	0	-100,0%	0	0,0%	0	0,0%
Zinserträge	152	130,3%	10	-93,5%	13	34,1%	16	22,6%
Zinsaufwand	5.439	43,5%	5.329	-2,0%	5.600	5,1%	5.600	0,0%
Finanzergebnis	-5.360	-32,1%	-5.319	0,8%	-5.586	-5,0%	-5.583	0,1%
Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)	-7.624	40,0%	-1.903	75,0%	3.380	277,6%	7.911	134,1%
EBT-Marge	-2,34%	1,3 pp	-0,56%	1,8 pp	0,94%	1,5 pp	2,05%	1,1 pp
Steuern	4.845	1042,7%	-571	-111,8%	1.014	277,6%	2.373	134,1%
Steuerquote	-63,55%	-60,2 pp	30,00%	93,5 pp	30,00%	0,0 pp	30,00%	0,0 pp
Ergebnis n. Steuern	-12.469	5,0%	-1.332	89,3%	2.366	277,6%	5.538	134,1%
Anteile Dritter	186	50,0%	20	-89,3%	-35	-277,6%	-83	-134,1%
Konzernjahresüberschuss	-12.655	4,5%	-1.352	89,3%	2.401	277,6%	5.620	134,1%
Anzahl Aktien (Mio.)	7,18	0,0%	7,18	0,0%	7,18	0,0%	7,18	0,0%
Ergebnis n. Steuern je Aktie (EUR)	-1,76	4,5%	-0,19	89,3%	0,33	277,6%	0,78	134,1%

Quelle: Solventis Research, euromicron

euromicron: Bilanz (in Tsd. €)

	2016	yoy	2017e	yoy	2018e	yoy	2019e	yoy
Aktiva								
Kassenbestand	6.844	-36,2%	11.955	74,7%	13.602	13,8%	17.954	32,0%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	58.858	-27,1%	61.801	5,0%	64.891	5,0%	69.758	7,5%
Vorräte	28.381	-7,7%	29.800	5,0%	31.290	5,0%	33.637	7,5%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	7.807	50,6%	7.807	0,0%	7.807	0,0%	7.807	0,0%
Steuerforderungen	765	-48,9%	1.138	48,8%	1.138	0,0%	1.138	0,0%
Summe Umlaufvermögen	102.655	-20,4%	112.501	9,6%	118.728	5,5%	130.294	9,7%
Sachanlagen	15.612	2,0%	17.275	10,7%	17.805	3,1%	18.712	5,1%
Immaterielle Vermögenswerte	16.371	-6,6%	16.371	0,0%	16.371	0,0%	16.371	0,0%
Firmenwerte	108.291	0,1%	108.291	0,0%	108.291	0,0%	108.291	0,0%
Finanzanlagen	499	-31,9%	499	0,0%	499	0,0%	499	0,0%
Latente Steuern	413	244,2%	413	0,0%	413	0,0%	413	0,0%
Sonstige langfristige Vermögenswerte	32	-47,5%	32	0,0%	32	0,0%	32	0,0%
Summe Anlagevermögen	141.218	-0,5%	142.881	1,2%	143.411	0,4%	144.318	0,6%
Summe Aktiva	243.873	-10,0%	255.382	4,7%	262.139	2,6%	274.611	4,8%
Vermögen nicht fortgeführte Aktivitäten	691	n.m.	0	-100,0%	0	0,0%	0	0,0%
Bilanzsumme	244.564	-9,7%	255.382	4,4%	262.139	2,6%	274.611	4,8%
Passiva								
Gezeichnetes Kapital	18.348	0,0%	18.348	0,0%	18.348	0,0%	18.348	0,0%
Kapitalrücklage	94.298	0,0%	94.298	0,0%	94.298	0,0%	94.298	0,0%
Gewinnrücklagen	-30.743	-92,0%	-32.095	-4,4%	-29.694	7,5%	-24.073	18,9%
Kumuliertes übriges comprehensive income	-5	-150,0%	-5	0,0%	-5	0,0%	-5	0,0%
Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz	81.898	-15,2%	80.546	-1,7%	82.947	3,0%	88.568	6,8%
Anteile in Fremdbesitz	461	14,1%	461	0,0%	461	0,0%	461	0,0%
Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz	82.359	-15,1%	81.007	-1,6%	83.408	3,0%	89.029	6,7%
Langfristige Schulden								
Pensionsrückstellungen	1.381	10,0%	1.395	1,0%	1.409	1,0%	1.423	1,0%
Übrige Rückstellungen	1.683	-6,6%	1.767	5,0%	1.856	5,0%	1.995	7,5%
Finanzverbindlichkeiten	39.301	81,3%	39.301	0,0%	39.301	0,0%	39.301	0,0%
Steuerverbindlichkeiten/Latente Steuern	5.670	1,1%	5.954	5,0%	6.251	5,0%	6.720	7,5%
Sonstige Verbindlichkeiten	147	-77,8%	154	5,0%	162	5,0%	174	7,5%
Summe langfristige Schulden	48.182	55,4%	48.571	0,8%	48.979	0,8%	49.613	1,3%
Kurzfristige Schulden								
Übrige Rückstellungen	1.574	-24,4%	1.653	5,0%	1.735	5,0%	1.865	7,5%
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	45.896	-5,3%	48.191	5,0%	50.600	5,0%	54.395	7,5%
Finanzverbindlichkeiten	38.509	-19,9%	46.849	21,7%	46.849	0,0%	46.849	0,0%
Steuerverbindlichkeiten	3.520	-50,7%	3.696	5,0%	3.881	5,0%	4.172	7,5%
Sonstige Verbindlichkeiten	21.352	-39,7%	22.420	5,0%	23.541	5,0%	25.306	7,5%
Erhaltene Anzahlungen	2.854	68,9%	2.997	5,0%	3.147	5,0%	3.383	7,5%
Summe Kurzfristige Schulden	113.705	-20,4%	125.804	10,6%	129.752	3,1%	135.970	4,8%
Summe Passiva	244.246	-9,8%	255.382	4,6%	262.139	2,6%	274.611	4,8%
Schulden nicht fortgeführte Aktivitäten	318	n.m.	0	-100,0%	0	n.m.	0	0,0%
Bilanzsumme	244.564	-9,7%	255.382	4,4%	262.139	2,6%	274.611	4,8%

Quelle: Solventis Research, euromicron

euromicron: DCF-Modell (Tsd. €)

	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	Terminal Value
Umsatz	325.313,0	341.578,7	358.657,6	385.556,9	393.268,0	
Veränderung in %	-5,7%	5,0%	5,0%	7,5%	2,0%	
EBITDA	7.385,0	11.752,7	18.936,2	23.588,1	27.914,6	
EBITDA-Marge	2,3%	3,4%	5,3%	6,1%	7,1%	
EBIT	-2.264,0	3.415,8	8.966,4	13.494,5	17.697,1	
EBIT-Marge	-0,7%	1,0%	2,5%	3,5%	4,5%	
NOPLAT	-3.702,8	2.391,1	6.276,5	9.446,1	12.387,9	14.039,7
Reinvestment Rate	638,9%	153,4%	43,0%	45,8%	18,3%	24,9%
FCFF	19.953,2	-1.276,1	3.575,8	5.121,2	10.125,5	216.546,0
WACC	8,37%	5,55%	5,57%	5,62%	5,68%	5,87%
Kummuliertes WACC		105,55%	111,44%	117,70%	124,39%	131,69%
Barwerte der FCFF		-1.209,0	3.208,8	4.351,2	8.140,2	164.436,9
Summe Barwerte FCFF	14.491,3					
Barwert Terminal Value	164.436,9					
in % des Unternehmenswertes	91,9%					
Wert des Unternehmens	178.928,2					
Netto-Finanzschulden	71.997,0					
Wert Verlustvortrag	0,0					
Minderheiten	0,0					
Beteiligungen	0,0					
Wert des Eigenkapitals	106.931,2					
Wert pro Aktie	14,90					

Quelle: Solventis Research, euromicron

Haftungserklärung (Disclaimer) und Pflichtangaben nach § 34b WpHG, Finanzanalyseverordnung und EU-Marktmissbrauchsverordnung (Verordnung EU Nr. 596/2014) einschließlich über mögliche Interessenkonflikte (Disclosures), Erstellerangaben und Aufsichtsbehörde

Die nachfolgenden Erläuterungen informieren den Leser über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

1. Haftungserklärung

Bei Erstellung dieser Analyse haben wir uns die tatsächlichen Angaben aus uns zur Verfügung stehenden, allgemein als zuverlässig angesehenen Quellen verschafft. Wir können keinen Anspruch auf Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen erheben. Die auf diesen tatsächlichen Angaben beruhenden Empfehlungen und/oder Prognosen unsererseits stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Studie dar. Nachträgliche Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Eine Haftung für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Studie können wir nicht übernehmen. Die Studie stellt kein Angebot und keine Aufforderung dar, Aktien zu erwerben. Diese Studie ersetzt keinesfalls die anleger- und objektgerechte Beratung. Wir können nicht überprüfen, ob sich die Empfehlungen mit Ihren persönlichen Anlagestrategien und Zielen decken. Für eine anleger- und objektgerechte Beratung empfehlen wir Ihnen, einen Anlageberater aufzusuchen.

Urheberrecht an der Studie wird vorbehalten, Nachdruck ist nur mit unserer Zustimmung zulässig.

2. Pflichtangaben

a) Erstmalige Veröffentlichung: **17.11.2017**

b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: **unregelmäßig**

c) Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt/M.

d) Vorangegangene Analysen: Es sind keine Analysen in dem Zeitraum von 12 Monaten vor Veröffentlichung dieser Analyse veröffentlicht worden, die eine von dieser Analyse abweichende Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthalten.

e) Die Analyse ist vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten - im gesetzlich zulässigen Rahmen - zugänglich gemacht worden und ist danach nicht geändert worden.

f) Alle in der Analyse angegebenen Kurse und Kursverläufe beruhen auf den Schlusskursen, soweit zu den Kursen und Kursverläufen keine anderweitigen Angaben gemacht werden.

3. Disclosures

Weder die Solventis Beteiligungen GmbH, noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen, noch eine bei der Erstellung mitwirkende Person

1. sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 5 Prozent beteiligt.
2. waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
3. betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
4. haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.
5. haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.
6. sind im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet.
7. sind im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet.

4. Erstellung und Verbreitung

a) Verantwortung für die Erstellung und Verbreitung

Solventis Beteiligungen GmbH

Sitz: Mainz; HRB 47135, Amtsgericht Mainz; Geschäftsführer: Joachim Schmitt, Klaus Schlote.

b) Ersteller

Klaus Schlote, CEFA-Analyst

5. Erläuterung der Anlageurteile

Erläuterung Anlageurteil Aktien:

- Kaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 10% aufweisen.
- Halten: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Kursgewinn und/oder einen absoluten Kursverlust von 10% nicht überschreiten.
- Verkaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Kursverlust von mindestens 10% aufweisen.

Erläuterung Tendenzaussage – thematische Ausarbeitungen:

- Chancen/Gewinner/positiv: Bei der unterstellten Entwicklung wird nach unserer Einschätzung die Gesellschaft profitieren.
- Risiken/Verlierer/negativ: Bei der unterstellten Entwicklung wird nach unserer Einschätzung die Gesellschaft negativ betroffen.
- Neutral/ausgeglichen: Die unterstellte Entwicklung wird nach unserer Einschätzung auf die Gesellschaft keine nennenswerten Auswirkungen haben.

Eine etwaig angegebene Rankingplatzierung der Emittenten zeigt die relative Stärke der Auswirkung auf die verschiedenen Emittenten an, die die unterstellte Entwicklung nach unserer Einschätzung haben wird.

6. Sensitivität der Bewertungsparameter

Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode bestehen deutliche Risiken, dass das Kursziel/Tendenz nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck, bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten und bei der Angebotssituation für produktionsnotwendige Materialien, sowie der Nichteintritt der unterstellten Entwicklung. Solche Schwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, Veränderungen der Konjunktur, Rechts- und Währungskursänderungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

7. Wesentliche Informationsquellen

In- und ausländische Medien wie Informationsdienste (z.B. VWD, Thomson Reuters u. a.), Wirtschaftspressen (z. B. Börsenzeitung, Handelsblatt, FAZ, Wallstreet Journal, Financial Times u. a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, das Internet sowie Veröffentlichungen, Angaben und Informationen der analysierten Emittenten.

8. Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

Einzel-emittenten: Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u. a. DCF-Methode und Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Wert des Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinste Zahlungsströme, d.h. des Barwertes der zukünftigen Zahlungsströme des Emittenten, darstellt. Der Wert wird somit durch die erwarteten künftigen Zahlungsströme und durch den angewandten Diskontierungssatz bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

Thematische Ausarbeitungen: Es wird die Auswirkung bestimmter Entwicklungen (z.B. EU-Osterweiterung, steigende Strompreise) auf verschiedene Emittenten dadurch ermittelt, dass der veröffentlichte Geschäfts-, Ertrags-, Kosten- und Umsatzstruktur des Emittenten die unterstellte Entwicklung zugrunde gelegt wird.

9. Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten

Mitarbeiter der Solventis Beteiligungen GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den internen Compliance-Regelungen. Die internen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der Richtlinie zur Konkretisierung der Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 33 WpHG und den Rechtsakten der EU/ESMA auf Basis der Marktmissbrauchsverordnung.

Mit Annahme der Finanzanalyse akzeptiert der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen.