

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

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

NICO LÖCHNER  
TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 653  
NLOECHNER@SOLVENTIS.DE

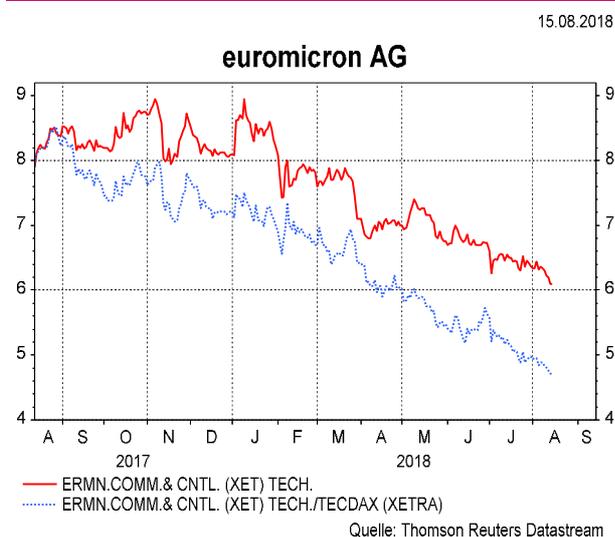
## euromicron AG Licht und Schatten im ersten Halbjahr

### Kaufen (Kaufen)

Kursziel	<b>11,55 € (14,90 €)</b>
Kurs (14.08.2018)	6,10 €
ISIN	DE000A1K0300
Marktkapitalisierung	43,8 Mio. €
Anzahl Aktien	7,2 Mio.
Markt Segment:	Prime Standard
Homepage	www.euromicron.de

### Kerndaten und Prognosen

	2017	2018e	2019e	2020e
Umsatz (Mio. €)	332,9	340	349	359
EBIT (Mio. €)	1,1	2,6	7,0	10,8
EBIT-Marge	0,3%	0,8%	2,0%	3,0%
EBITDA (Mio. €)	9,5	12,1	16,8	20,8
EBITDA-Marge	2,9%	3,6%	4,8%	5,8%
Ergebnis je Aktie (€)	-0,53	-0,76	0,15	0,63
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,00	0,00	0,10
Buchwert je Aktie (€)	10,94	10,2	10,3	11,0
KGW	n.m.	n.m.	39,5	9,7
Kurs/Buchwert	0,74	0,60	0,59	0,56
EV/EBIT	134	52,0	18,7	11,8
EV/EBITDA	15,4	10,9	7,8	6,1
EV/Umsatz	0,44	0,39	0,37	0,35
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	1,6%



**Im ersten Halbjahr 2018 berichtete euromicron einen Umsatzrückgang von 1,9% auf 150,6 Mio. €. Sonderkosten (2,5 Mio. €) belasteten das EBITDA, das auf -1,7 Mio. € (Vj. -0,9 Mio. €) sank. Vor Sondereffekten entwickelte sich euromicron besser und konnte das operative EBITDA um 16,8% auf 0,8 Mio. € steigern. Die Guidance für 2018 wurde bestätigt: Umsatz 340 bis 360 Mio. € und operative EBITDA-Marge 4 bis 5%. Wir senken unser Kursziel für die euromicron-Aktie auf 11,55 € und empfehlen den Wert weiter zum Kauf.**

Der Auftragseingang aus fortgeführten Geschäftsbereichen verringerte sich im ersten Halbjahr um 4,2% auf 159,8 Mio. €. Eine ähnliche Entwicklung gibt es auch bei der Book-to-bill-Ratio, die von 1,13 auf 1,06 sank. Besser sieht es beim Auftragsbestand aus der um 3,5% yoy auf 139,1 Mio. € stieg.

euromicron benötigt ein starkes zweites Halbjahr. Um jeweils das untere Ende der Prognose zu erreichen, müssen ein Umsatz von 189,4 Mio. € und ein operatives EBITDA von 12,8 Mio. € erwirtschaftet werden. Saisonal bedingt hat euromicron ein schwächeres erstes und ein stärkeres zweites Halbjahr.

Fortschritte machte euromicron bei der Reduzierung des Working Capital vor Factoring, Ende H1'2018 betrug dieses 68,8 Mio. € (Vj. 74,2 Mio. €). Die WC-Ratio verbesserte sich auf 20,8% (Vj. 21,9%).

Ein Lichtblick ist die Verbesserung des berichteten operativen Cashflows auf -8,8 Mio. € (Vj. -20,1 Mio. €). Der um Effekte aus Factoring und weiterzuleitenden Kundengeldern bereinigte operative Cashflow verbesserte sich auf -3,2 Mio. € (Vj. -11,1 Mio. €).

Binnen Jahresfrist reduzierte sich das Eigenkapital von 78,5 Mio. € auf 70,7 Mio. €. Dies führt zu einer Verschlechterung der EK-Quote von 31,1% Ende 2017 auf 28,8% zur Jahresmitte 2018.

Die Nettoverschuldung war mit 100,9 Mio. € (Vj. 98,6 Mio. €) geringfügig höher als im letzten Jahr. Im gleichen Zeitraum reduzierte sich die freie Liquidität um 2,3 Mio. € auf 13,9 Mio. €. Die Verbindlichkeiten ggü. Banken betragen 104,6 Mio. €, davon sind 66,1 Mio. € kurzfristig.

BITTE BEACHTEN SIE UNSEREN DISCLAIMER AB SEITE 12.

## Umsatz- und Ergebnisrückgang

Die Ergebnisse von euromicron werden weiterhin stark von der Restrukturierung beeinflusst. Die **Umsatzerlöse** sanken um 3,0 Mio. € yoy auf 150,6 Mio. €. Bereinigt um Umsatzeffekte aus veräußerten bzw. aufgegebenen Geschäftsbereichen gab es einen Umsatzanstieg von 1,5 Mio. €. Innerhalb der Segmente sind unterschiedliche Entwicklungen zu beobachten. Im größten Segment „Intelligente Gebäudetechnik“ nahm der Umsatz um 8,7% yoy ab. Der Grund hierfür war der Verkauf des Geschäftsbereiches „Telekommunikation“ (Umsatz 2017: 4 Mio. €) und die niedrigeren Umsatzerlöse (u. a. Projektverschiebungen) im Systemintegrationsgeschäft. Das Segment „Kritische Infrastruktur“ wuchs um 6,9% und „Distribution“ um 14,0%.

### euromicron: Bereinigte Zahlen 6 Monate 2018 und 2017 (in Mio. €)

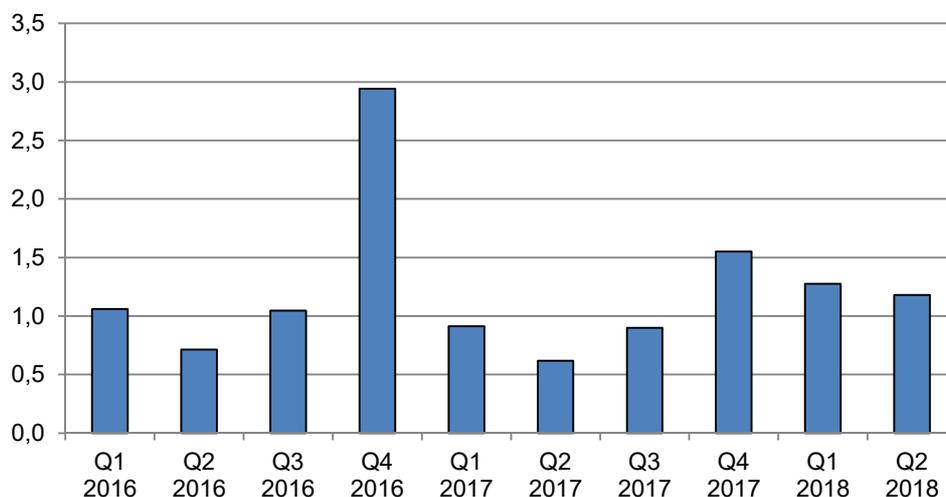
	H1'2018			H1'2017		
	berichtet	Sonderkosten	bereinigt	berichtet	Sonderkosten	bereinigt
<b>Umsatz</b>	150,6	-0,1	150,6	153,6	0,0	153,6
Materialaufwand	-77,4	0,1	-77,3	-81,6	0,0	-81,6
Bestandsveränderungen	-0,5	0,0	-0,5	0,4	0,0	0,4
<b>Rohertrag</b>	72,8	0,0	72,8	72,4	0,0	72,4
<i>Rohertragsmarge</i>	48,5%		48,5%	47,0%		47,0%
<b>EBITDA</b>	-1,7	2,5	0,9	-0,9	1,5	0,7
<i>EBITDA-Marge</i>	-1,1%		0,5%	-0,6%		0,4%
Abschreibungen	-4,8	0,0	-4,8	-4,2	0,0	-4,2
<b>EBIT</b>	-6,5	2,5	-4,0	-5,1	1,5	-3,5
<i>EBIT-Marge</i>	-4,3%		-2,7%	-3,3%		-2,3%
Zinserträge	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1
Zinsaufwendungen	-3,1	0,2	-2,9	-2,4	0,0	-2,4
<b>EBT</b>	-9,6	2,7	-6,9	-7,4	1,5	-5,9
<i>EBT-Marge</i>	-6,4%		-4,6%	-4,8%		-3,8%
Steuern	2,6	0,0	2,6	2,0	0,0	2,0
<b>EAT</b>	-6,9	2,7	-4,3	-5,4	1,5	-3,9
davon Aktionäre euromicron	-7,1	2,7	-4,5	-5,5	1,5	-3,9
davon Anteile Dritter	0,2	0,0	0,2	0,1	0,0	0,1
<b>EPS</b>	-0,99	0,36	-0,62	-0,76	0,21	-0,55

Quelle: Solventis Research, euromicron

Die gleichen Tendenzen sind auch bei dem operativen **EBITDA** und operativen **EBIT** zu beobachten. Im kleinsten Segment „Distribution“ konnte im H1'2018 ein operatives EBITDA von 2,6 Mio. € (+44,5% yoy) und ein operatives EBIT von 2,5 Mio. € (+52,0% yoy) erzielt werden. Eine ähnliche Verbesserung ergab sich im Bereich „Kritische Infrastruktur“: das operative EBITDA stieg um 49,7% yoy auf 1,1 Mio. €. Das operative EBIT war weiterhin negativ und nahm nur leicht auf -0,4 Mio. € (+6,6% yoy) zu. Die geringe Verbesserung im Vergleich zum operativen EBITDA beruht auf planmäßig höheren Abschreibungen (+29% yoy). Grund waren gestiegene Investitionen in das Anlagevermögen. Die Performance der „Intelligente Gebäudetechnik“ verschlechterte sich operativ im ersten Halbjahr deutlich. Grund dafür waren fehlende Deckungsbeiträge im Systemintegrationsgeschäft. Nach einem positiven operativen EBITDA von 0,5 Mio. € im H1'2017, gab es im H1'2018 ein negatives operatives EBITDA von -0,9 Mio. €. Das operative EBIT verschlechterte sich von -2,2 Mio. € (H1'2017) auf -4,0 Mio. € (H2'2018). Die Prognose einer operativen EBITDA-Marge von 4 - 5% wurde beibehalten. Diese sollte unserer Meinung nach unter normalen Umständen erreichbar sein. Saisonal bedingt performt euromicron im zweiten Halbjahr wesentlich besser als im ersten.

Die **Sonderkosten** waren im ersten Halbjahr 2018 mit 2,5 Mio. € (Vj. 1,5 Mio. €) deutlich höher als im Vorjahr. Damit liegt euromicron bereits jetzt über der Jahresprognose von 2 Mio. €. Auf das Segment „Intelligente Gebäudetechnik“ entfielen Sonderkosten i. H. v. 0,7 Mio. € (Vj. 0,5 Mio. €), begründet durch die Optimierung der Personalstruktur. Die restlichen Kosten entstanden in „nicht strategischen Geschäftsfeldern“ und bei den „Zentralen Diensten“.

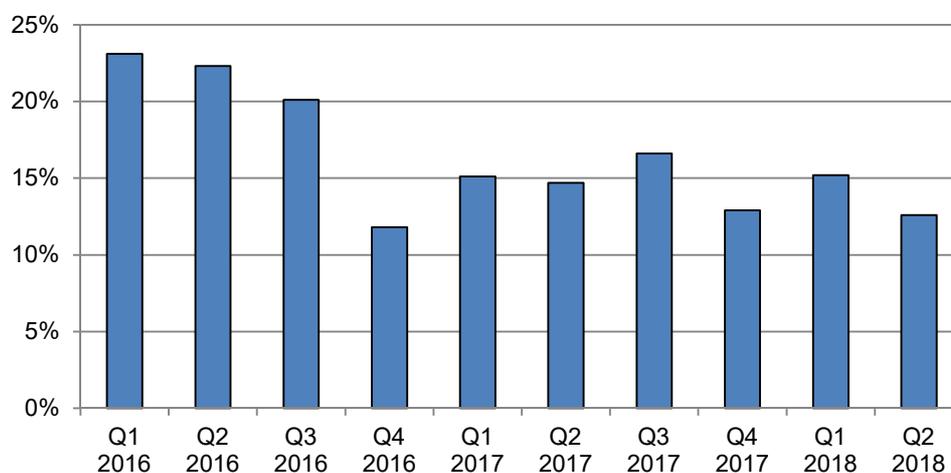
#### euromicron: Quartalsübersicht Sonderkosten ohne Zinsen, Abschreibungen (in Mio. €)



Quelle: Solventis Research, euromicron

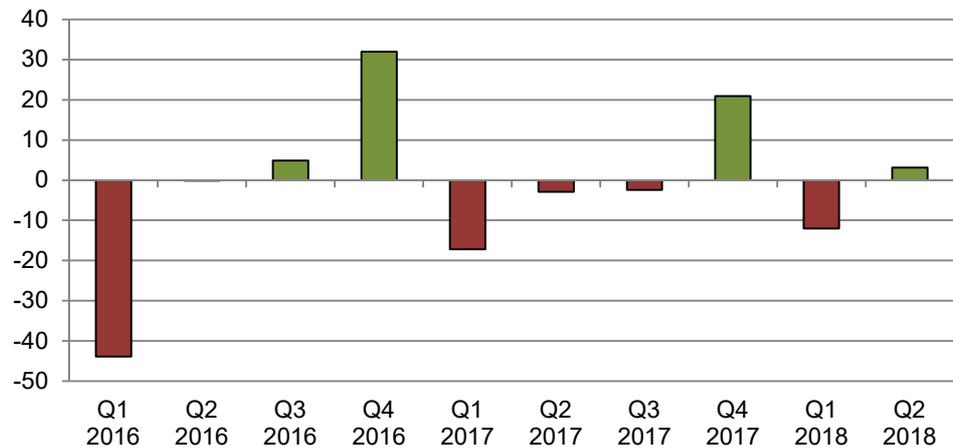
Die **Working Capital-Ratio** nach Factoring ging auf 12,6% nach 14,7% im Vorjahr zurück. Nicht ganz so groß war die Verbesserung vor Factoring, hier konnte die Ratio um 1,1 Prozentpunkte auf 20,8% verbessert werden. Dies verringert die Kapitalbindung im Working Capital um 8,5 Mio. € nach Factoring und 5,4 Mio. € vor Factoring. Damit ist euromicron auf gutem Wege, das Ziel einer Working Capital-Ratio nach Factoring von 10% zu erreichen.

#### euromicron: Quartalsübersicht Working Capital Ratio nach Factoring (in %)



Quelle: Solventis Research, euromicron

Der **Cashflow** aus laufender Geschäftstätigkeit belief sich gemäß Kapitalflussrechnung nach 6 Monaten auf -8,8 Mio. € (Vj. -20,1 Mio. €). Der um Factoring-Einflüsse (Veränderung des zum Bilanzstichtag genutzten Factoring-Volumen und der Forderung aus zurückbezahlten Factoring-Geldern) und weiterzuleitenden Kundengeldern bereinigte Cashflow wird von euromicron auf -3,2 Mio. € (Vj. -11,1 Mio. €) beziffert. Die Veränderung im Working Capital hatte mit 5,7 Mio. € den größten Einfluss auf die Verbesserung des operativen Cashflows, gefolgt von geringeren Umsatzsteuerzahlungen. Zu einem Mittelabfluss kam es bei der Investitionstätigkeit. Dieser betrug im H1'2018 -4,5 Mio. € (Vj. -6,6 Mio. €). Aufgrund der Finanzkreditaufnahme von netto 13,8 Mio. € konnte durch Finanzierungstätigkeiten ein Mittelzufluss von 13,5 Mio. € (Vj. 25,2 Mio. €) generiert werden. Der Finanzmittelbestand des Unternehmens lag am Ende H1'2018 bei 5,1 Mio. €, was wiederum einer Änderung von +0,1 Mio. € entspricht.

**euromicron: Quartalsübersicht Operativer Cashflow (in Mio. €)**

Quelle: Solventis Research, euromicron

**Transformation soll 2018 abgeschlossen werden**

Die Transformation der euromicron zu einem Lösungsanbieter mit einem erheblichen Umsatzanteil im IoT-Markt soll 2018 abgeschlossen werden. **Mittelfristiges Ziel** ist ein Umsatz von 400 Mio. € bei einer operativen EBITDA-Marge von mehr als 8,0%.

**Anschlussfinanzierung gesichert**

Im März 2018 wurde mit den Finanzierungspartnern eine Anschlussfinanzierung mit einer Laufzeit bis zum 31. März 2021 vereinbart. Die Vereinbarung sieht die Einhaltung bestimmter Finanzkennzahlen („Covenants“) vor, die erstmals ab dem 30. Juni 2018 quartalsweise zu testen waren. Hierzu zählen der Verschuldungsgrad sowie ergebnis- und liquiditätsabhängige Kennzahlen. Daneben sieht die Vereinbarung vertraglich fixierte Tilgungen von 2,5 Mio. € zum 31. März 2019 und von 25,0 Mio. € zum 31. Januar 2020 vor. Zudem besteht im Falle einer Übernahme von 30% oder mehr der Aktien und/oder Stimmrechte ein außerordentliches Kündigungsrecht seitens der Kreditgeber.

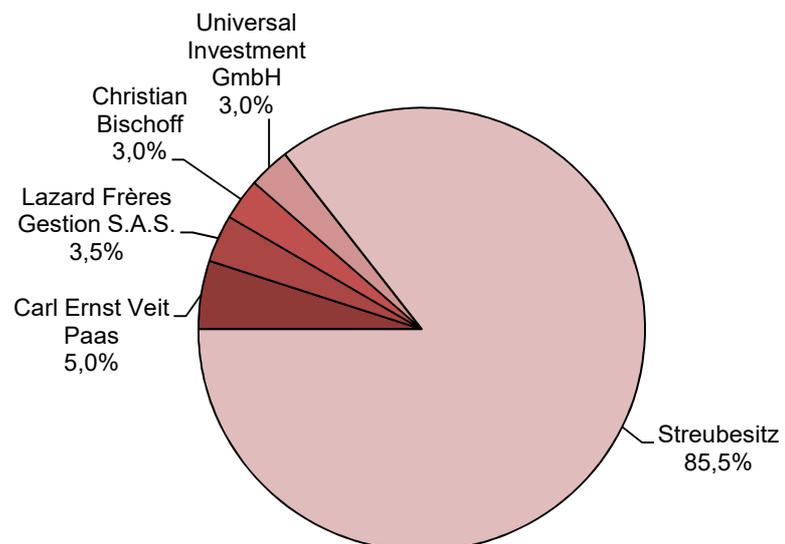
### Änderungen im Vorstand und Aufsichtsrat

Im ersten Halbjahr gab es gleich mehrere Änderungen im Vorstand und Aufsichtsrat. So ersetzte der seit Anfang 2018 tätige externe Berater Jörn Trierweiler Anfang Mai den auf eigenen Wunsch ausscheidenden Jürgen Hansjosten. Anfang Juni folgten dann die Veränderungen im Aufsichtsrat, hier ersetzten Martina H. Sanfleber (Aufsichtsrätin RWE-/innogy-Konzern) und Klaus Peter Frohmüller (Berater: brain-in-transAction GmbH + zwei weitere Aufsichtsratsmandate) den stellvertretenden Aufsichtsratsvorsitzenden Rolf Unterberger und Dr. Alexander Kirsch. Ruhig verlaufen ist die Hauptversammlung am 13. Juni 2018, bei der alle Tagesordnungspunkte mit einer Zustimmung von rund 90 % beschlossen wurden.

### Carl Ernst Veit Paas größter Aktionär

Änderungen gab es in der Aktionärsstruktur. Carl Ernst Veit Paas überschritt am 23. April 2018 die 3% Hürde und meldete 3,56%. Am 2. Juli folgte die nächste Stimmrechtsmitteilung, gemäß der er mit 5,002% die 5%-Hürde überschritt. Weitere Meldepflichten wurden nicht ausgelöst.

### euromicron: Aktionärsstruktur



Quelle: Solventis Research, euromicron

## Markt ist noch nicht überzeugt

Gegenüber unserem letzten Report vom 17.11.2017 haben wir das Modell überarbeitet. Nach dem schwächeren ersten Halbjahr 2018 erwarten wir, dass euromicron das untere Ende der Umsatzprognose erreichen wird. Bei der EBITDA-Marge kommen wir auf 3,6%. Ohne Sonderkosten in Höhe von geschätzten 3,2 Mio. € würde diese bei ca. 4,5% liegen. Für 2019 erwarten wir einen Umsatz von 348,9 Mio. € bei einer EBITDA-Marge von 4,8%. Im Terminal Value haben wir u. a. folgende Werte gewählt: EBIT-Marge 4,5%, Reinvestment-Rate 15,7%, Beta 1,0, WACC 6,12% und ewige Wachstumsrate 1,0%.

Durch die Änderungen kommen wir nun auf einen **fairen Wert je euromicron Aktie** von 11,55 € nach 14,90 € (November 2017). Unser Kursziel passen wir entsprechend an. Das Kurspotential liegt unverändert bei rund 90%.

Angesichts des hohen Abschlags auf den fairen Wert hegt der Markt offensichtlich gewisse Zweifel, ob die Unternehmensziele vollumfänglich erreicht werden können. Dazu tragen sicherlich auch die länger als ursprünglich erwartete Transformation des operativen Geschäfts und ein tendenziell enttäuschendes erstes Halbjahr 2018 bei. Die Anschlussfinanzierung sieht einen Tilgungsplan vor, der den Verkauf von Unternehmensteilen erforderlich machen könnte. Andererseits könnte die euromicron als börsennotierte Gesellschaft eine Kapitalerhöhung durchführen, um den Bankverpflichtungen nachzukommen. Insoweit stehen der Gesellschaft Handlungsalternativen zur Verfügung.

## FAZIT

2018 rechnen wir mit einem negativen Ergebnis und einem positiven Free Cashflow. Im Jahr darauf erwarten wir das erste positive Ergebnis seit 2014. Die finanzielle Flexibilität der Gesellschaft hat sich durch die Anschlussfinanzierung bis Ende März 2021 erhöht. Nach unserem DCF-Modell sehen wir den fairen Wert der euromicron-Aktie bei 11,55 €. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

## euromicron: Segmente

in Mio. €	Intelligente Gebäudetechnik			Kritische Infrastrukturen			Distribution			Nicht strategische Geschäftsfelder			Zentrale Dienste			Überleitung		Konzern		
	H1'18	H1'17	Vorjahr	H1'18	H1'17	Vorjahr	H1'18	H1'17	Vorjahr	H1'18	H1'17	Vorjahr	H1'18	H1'17	Vorjahr	H1'18	H1'17	H1'18	H1'17	Vorjahr
<b>Umsatzerlöse</b>																				
Umsätze mit Fremden	80,9	88,6	-8,7%	56,7	53,1	6,9%	12,9	11,3	14,0%	0,1	0,6	-87,6%	0,0	0,0	n.m.	0,0	0,0	150,6	153,6	-1,9%
Umsätze mit anderen Segmenten	0,5	0,8	-34,7%	0,6	0,7	-17,8%	0,6	0,6	-1,8%	0,0	0,1	-97,4%	0,0	0,0	n.m.	-1,7	-2,1	0,0	0,0	n.m.
<b>Umsätze gesamt</b>	<b>81,4</b>	<b>89,4</b>	<b>-8,9%</b>	<b>57,3</b>	<b>53,8</b>	<b>6,5%</b>	<b>13,5</b>	<b>11,9</b>	<b>13,2%</b>	<b>0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>-88,7%</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>n.m.</b>	<b>-1,7</b>	<b>-2,1</b>	<b>150,6</b>	<b>153,6</b>	<b>-1,9%</b>
EBITDA	-1,6	0,0		1,1	0,8	49,7%	2,6	1,8	44,5%	-0,1	-0,2	45,9%	-3,8	-3,2	-16,2%	0,0	0,0	-1,7	-0,9	-92,6%
Sonderkosten	-0,7	-0,5	-28,0%	0,0	0,0	n.m.	0,0	0,0	n.m.	-0,1	-0,2	34,7%	-1,7	-0,9	-95,5%	0,0	0,0	-2,5	-1,5	-60,2%
<b>EBITDA operativ</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,5</b>	<b>-292,3%</b>	<b>1,1</b>	<b>0,8</b>	<b>49,7%</b>	<b>2,6</b>	<b>1,8</b>	<b>44,5%</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,4</b>	<b>12,8%</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>16,8%</b>
Abschreibungen	-3,0	-2,7	-11,7%	-1,5	-1,2	-29,0%	-0,1	-0,1	40,5%	0,0	0,0	0,0%	-0,2	-0,1	-7,9%	0,0	0,0	-4,8	-4,2	-14,6%
<b>EBIT</b>	<b>-4,6</b>	<b>-2,7</b>	<b>-68,2%</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>6,6%</b>	<b>2,5</b>	<b>1,7</b>	<b>52,0%</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>45,6%</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,4</b>	<b>-15,9%</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-6,5</b>	<b>-5,1</b>	<b>-28,1%</b>
Sonderkosten	-0,7	-0,5	-28,0%	0,0	0,0	n.m.	0,0	0,0	n.m.	-0,1	-0,2	34,0%	-1,7	-0,9	-95,5%	0,0	0,0	-2,5	-1,5	-60,3%
<b>EBIT operativ</b>	<b>-4,0</b>	<b>-2,2</b>	<b>-77,4%</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>6,6%</b>	<b>2,5</b>	<b>1,7</b>	<b>52,0%</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,5</b>	<b>11,7%</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-4,0</b>	<b>-3,5</b>	<b>-14,2%</b>
<b>Auftragsbestand</b>	83,5	81,7	2,3%	53,1	51,3	3,5%	2,7	1,9	45,6%	0,6	0,8	-34,1%	0,0	0,0	n.m.	-0,2	-0,4	139,7	135,3	3,3%
<b>Working Capital</b>	48,5	52,9	-8,2%	9,2	13,3	-30,7%	4,8	4,5	7,7%	-0,2	-0,3	-30,2%	-1,3	-1,1	-20%	-19,6	-19,4	41,4	49,9	-17,0%
<b>Working Capital Ratio</b>	26,4%	26,2%		7,4%	11,4%		19,2%	19,5%										12,6%	14,7%	
<b>EBITDA-Marge</b>	-1,9%	0,0%		2,0%	1,4%		19,5%	15,3%		-124,1%	-25,9%							-1,1%	-0,6%	
<b>EBITDA-Marge (operativ)</b>	-1,1%	0,5%		2,0%	1,4%		19,5%	15,3%		0,0%	-4,4%							0,5%	0,4%	
<b>EBIT-Marge</b>	-5,7%	-3,1%		-0,7%	-0,8%		18,9%	14,0%		-125,3%	-26,1%							-4,3%	-3,3%	
<b>EBIT-Marge (operativ)</b>	-4,9%	-2,5%		-0,7%	-0,8%		18,9%	14,0%		0,0%	-4,6%							-2,7%	-2,3%	

Quelle: Solventis Research, euromicron

## euromicron: Peer-Group-Vergleich

Ticker	Kurs		KGV 2017	KGV 2018e	KGV 2019e	EV/EBITDA 2018e	EV/EBITDA 2019e	EV/EBIT 2018e	EV/EBIT 2019e	Ebit- Marge 2018e	Ebit- Marge 2019e	Kurs/ Buchwert 2018e	Kurs/ Buchwert 2019e	EV/Sales 2018e	EV/Sales 2019e	Dividenden rendite 2018e
	14.08	Währung														
Adva Optical Networking SE	6,45	EUR	-70,8	26,1	15,2	5,6	4,5	23,3	13,3	2,9%	4,5%	1,4	1,3	0,7	0,6	0,3%
Bechtle AG	86,00	EUR	25,5	27,0	23,2	15,7	13,3	18,5	15,7	4,7%	4,8%	4,2	3,7	0,9	0,8	1,2%
Huber+Suhner AG	50,38	EUR	23,5	22,0	19,7	9,8	8,8	14,7	12,7	8,2%	8,8%	1,8	1,7	1,2	1,1	2,2%
Legrand SA	62,80	EUR	24,3	20,9	19,6	13,5	12,6	15,7	14,5	20,0%	20,3%	3,7	3,3	3,1	2,9	2,2%
QSC AG	1,43	EUR	35,0	43,9	24,8	6,6	6,2	27,6	20,5	2,5%	3,4%	2,0	1,9	0,7	0,7	2,1%
Durchschnitt (ungewichtet)			7,5	28,0	20,5	10,2	9,1	20,0	15,3	7,6%	8,3%	2,6	2,4	1,3	1,2	1,6%
MEDIAN			24,3	26,1	19,7	9,8	8,8	18,5	14,5	4,7%	4,8%	2,0	1,9	0,9	0,8	2,1%
Euromicron AG*	6,10	EUR	-15,4	59,0	13,6	9,1	7,1	22,9	13,5	1,7%	2,6%	0,6	0,5	0,4	0,4	0,0%
Abweichung vom Median			-163,5%	126,1%	-31,2%	-7,9%	-18,7%	23,7%	-6,9%	-64,8%	-44,8%	-72,3%	-72,5%	-56,4%	-52,4%	-100,0%

\* euromicron AG Zahlen sind Konsens-Schätzungen

Quelle: Solventis Research, euromicron

## euromicron: GuV (in Tsd. €)

	2017	yoy	2018e	yoy	2019e	yoy	2020e	yoy
<b>Umsatz</b>	<b>332.908</b>	<b>2,3%</b>	<b>340.398</b>	<b>2,3%</b>	<b>348.908</b>	<b>2,5%</b>	<b>358.503</b>	<b>2,8%</b>
Erh./Verm. un/fertige Erzeugnisse	-612	29,1%	-626	-2,3%	-641	-2,5%	-659	-2,8%
andere aktivierte Eigenleistungen	3.389	20,7%	2.978	-12,1%	2.978	0,0%	2.978	0,0%
sonstige betriebliche Erträge	2.190	-51,3%	2.085	-4,8%	1.902	-8,8%	1.763	-7,3%
Materialaufwand	172.432	0,5%	176.312	2,3%	180.720	2,5%	185.689	2,7%
<b>Rohergebnis nach GKV</b>	<b>165.443</b>	<b>3,2%</b>	<b>168.524</b>	<b>1,9%</b>	<b>172.428</b>	<b>2,3%</b>	<b>176.896</b>	<b>2,6%</b>
Personalaufwand	112.551	3,2%	115.083	2,3%	117.960	2,5%	121.204	2,7%
Abschreibungen	8.405	-12,9%	9.578	14,0%	9.800	2,3%	10.000	2,0%
sonstige betriebliche Aufwendungen	43.389	-1,0%	41.309	-4,8%	37.689	-8,8%	34.937	-7,3%
EBITDA	9.503	28,7%	12.131	27,7%	16.778	38,3%	20.755	23,7%
EBITDA-Marge	2,85%	0,6 pp	3,56%	0,7 pp	4,81%	1,2 pp	5,79%	1,0 pp
<b>EBIT</b>	<b>1.098</b>	<b>148,5%</b>	<b>2.553</b>	<b>132,5%</b>	<b>6.978</b>	<b>173,3%</b>	<b>10.755</b>	<b>54,1%</b>
<b>EBIT-Marge</b>	<b>0,33%</b>	<b>1,0 pp</b>	<b>0,75%</b>	<b>0,4 pp</b>	<b>2,00%</b>	<b>1,3 pp</b>	<b>3,00%</b>	<b>1,0 pp</b>
Sonstige finanzielle Aufwendungen	19	-74,0%	0	-100,0%	0	0,0%	0	0,0%
Zinserträge	313	105,9%	5	-98,3%	6	22,5%	49	664,8%
Zinsaufwand	4.943	-9,1%	5.819	17,7%	5.829	0,2%	5.829	0,0%
Finanzergebnis	-4.649	13,3%	-5.814	-25,1%	-5.823	-0,2%	-5.780	0,7%
außerordentliche Aufwendungen	0	n.m.	2.000	n.m.	0	-100,0%	0	n.m.
außerordentliches Ergebnis	0	0,0%	-2.000	n.m.	0	-100,0%	0	0,0%
<b>Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)</b>	<b>-3.551</b>	<b>53,4%</b>	<b>-5.261</b>	<b>-48,2%</b>	<b>1.155</b>	<b>122,0%</b>	<b>4.975</b>	<b>330,7%</b>
EBT-Marge	-1,07%	1,3 pp	-1,55%	-0,5 pp	0,33%	1,9 pp	1,39%	1,1 pp
Steuern	-45	-100,9%	-197	-338,9%	125	163,4%	778	520,8%
Steuerquote	1,27%	64,8 pp	3,75%	2,5 pp	10,84%	7,1 pp	15,63%	4,8 pp
<b>Ergebnis n. Steuern</b>	<b>-3.506</b>	<b>71,9%</b>	<b>-5.064</b>	<b>-44,4%</b>	<b>1.030</b>	<b>120,3%</b>	<b>4.197</b>	<b>307,5%</b>
Anteile Dritter	263	41,4%	380	44,4%	-77	-120,3%	-315	-307,5%
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>-3.769</b>	<b>70,2%</b>	<b>-5.444</b>	<b>-44,4%</b>	<b>1.107</b>	<b>120,3%</b>	<b>4.512</b>	<b>307,5%</b>
Anzahl Aktien (Mio.)	7,18	0,0%	7,18	0,0%	7,18	0,0%	7,18	0,0%
<b>Ergebnis n. Steuern je Aktie (EUR)</b>	<b>-0,53</b>	<b>70,2%</b>	<b>-0,76</b>	<b>-44,4%</b>	<b>0,15</b>	<b>120,3%</b>	<b>0,63</b>	<b>307,5%</b>

Quelle: Solventis Research, euromicron

**euromicron: Bilanz (in Tsd. €)**

	2017	yoy	2018e	yoy	2019e	yoy	2020e	yoy
<b>Aktiva</b>								
Kassenbestand	4.954	-27,6%	5.106	3,1%	7.319	43,3%	10.788	47,4%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	61.512	4,5%	56.000	-9,0%	56.000	0,0%	57.540	2,8%
Vorräte	31.486	10,9%	32.000	1,6%	32.200	0,6%	33.086	2,8%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	6.464	-17,2%	6.464	0,0%	6.464	0,0%	6.464	0,0%
Steuerforderungen	928	21,3%	928	0,0%	928	0,0%	928	0,0%
<b>Summe Umlaufvermögen</b>	<b>105.344</b>	<b>2,6%</b>	<b>100.498</b>	<b>-4,6%</b>	<b>102.911</b>	<b>2,4%</b>	<b>108.805</b>	<b>5,7%</b>
Sachanlagen	19.139	22,6%	19.561	2,2%	20.061	2,6%	20.961	4,5%
Immaterielle Vermögenswerte	16.557	1,1%	16.557	0,0%	16.557	0,0%	16.557	0,0%
Firmenwerte	110.629	2,2%	110.629	0,0%	110.629	0,0%	110.629	0,0%
Finanzanlagen	232	-53,5%	232	0,0%	232	0,0%	232	0,0%
Latente Steuern	255	-38,3%	255	0,0%	255	0,0%	255	0,0%
Sonstige langfristige Vermögenswerte	4	-87,5%	4	0,0%	4	0,0%	4	0,0%
<b>Summe Anlagevermögen</b>	<b>146.816</b>	<b>4,0%</b>	<b>147.238</b>	<b>0,3%</b>	<b>147.738</b>	<b>0,3%</b>	<b>148.638</b>	<b>0,6%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>252.160</b>	<b>3,1%</b>	<b>247.736</b>	<b>-1,8%</b>	<b>250.649</b>	<b>1,2%</b>	<b>257.443</b>	<b>2,7%</b>
<b>Passiva</b>								
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	-34.708	-12,9%	-40.152	-15,7%	-39.044	2,8%	-35.250	9,7%
Kumuliertes übriges comprehensive income	4	180,0%	4	0,0%	4	0,0%	722	17941,0%
<b>Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz</b>	<b>77.942</b>	<b>-4,8%</b>	<b>72.498</b>	<b>-7,0%</b>	<b>73.606</b>	<b>1,5%</b>	<b>78.118</b>	<b>6,1%</b>
Anteile in Fremdbesitz	599	29,9%	599	0,0%	599	0,0%	599	0,0%
<b>Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz</b>	<b>78.541</b>	<b>-4,6%</b>	<b>73.097</b>	<b>-6,9%</b>	<b>74.205</b>	<b>1,5%</b>	<b>78.717</b>	<b>6,1%</b>
<b>Langfristige Schulden</b>								
Pensionsrückstellungen	1.424	3,1%	1.438	1,0%	1.453	1,0%	1.467	1,0%
Übrige Rückstellungen	1.751	4,0%	1.790	2,3%	1.835	2,5%	1.886	2,7%
Finanzverbindlichkeiten	21.136	-46,2%	21.136	0,0%	21.136	0,0%	21.136	0,0%
Steuerverbindlichkeiten/Latente Steuern	5.598	-1,3%	5.724	2,3%	5.867	2,5%	6.028	2,7%
Sonstige Verbindlichkeiten	780	430,6%	798	2,3%	817	2,5%	840	2,8%
<b>Summe langfristige Schulden</b>	<b>30.689</b>	<b>-36,3%</b>	<b>30.886</b>	<b>0,6%</b>	<b>31.108</b>	<b>0,7%</b>	<b>31.357</b>	<b>0,8%</b>
<b>Kurzfristige Schulden</b>								
Übrige Rückstellungen	1.955	24,2%	1.999	2,3%	2.049	2,5%	2.105	2,8%
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	49.010	6,8%	49.000	-0,0%	50.000	2,0%	51.375	2,8%
Finanzverbindlichkeiten	71.077	84,6%	71.395	0,4%	71.395	0,0%	71.395	0,0%
Steuerverbindlichkeiten	1.385	-60,7%	1.416	2,3%	1.452	2,5%	1.491	2,8%
Sonstige Verbindlichkeiten	18.494	-13,4%	18.910	2,3%	19.383	2,5%	19.916	2,7%
Erhaltene Anzahlungen	1.009	-64,6%	1.032	2,3%	1.057	2,5%	1.087	2,8%
<b>Summe Kurzfristige Schulden</b>	<b>142.930</b>	<b>25,7%</b>	<b>143.752</b>	<b>0,6%</b>	<b>145.336</b>	<b>1,1%</b>	<b>147.369</b>	<b>1,4%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>252.160</b>	<b>3,1%</b>	<b>247.736</b>	<b>-1,8%</b>	<b>250.649</b>	<b>1,2%</b>	<b>257.443</b>	<b>2,7%</b>

Quelle: Solventis Research, euromicron

**euromicron: DCF-Modell (Tsd. €)**

	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>Terminal Value</b>
<b>Umsatz</b>	332.908,0	340.398,4	348.908,4	358.503,4	367.466,0	374.815,3	
<b>Veränderung in %</b>	2,3%	2,3%	2,5%	2,8%	2,5%	2,0%	
<b>EBITDA</b>	9.503,0	12.131,3	16.778,2	20.755,1	24.898,6	26.333,3	
<b>EBITDA-Marge</b>	2,9%	3,6%	4,8%	5,8%	6,8%	7,0%	
<b>EBIT</b>	1.098,0	2.553,0	6.978,2	10.755,1	14.698,6	15.929,6	
<b>EBIT-Marge</b>	0,3%	0,8%	2,0%	3,0%	4,0%	4,3%	
<b>NOPLAT</b>	1.084,1	2.398,4	6.221,4	9.073,7	11.696,8	11.913,6	12.042,8
<b>Reinvestment Rate</b>	456,0%	-191,3%	-4,8%	21,5%	21,5%	20,0%	15,7%
<b>FCFF</b>	-3.858,9	6.986,4	6.521,4	7.123,2	9.185,6	9.530,6	198.361,4
<b>WACC</b>	6,60%	6,41%	6,26%	6,13%	6,03%	5,96%	6,12%
<b>Kummuliertes WACC</b>		106,41%	113,07%	120,00%	127,24%	134,82%	143,07%
<b>Barwerte der FCFF</b>		6.565,4	5.767,6	5.935,8	7.219,0	7.069,1	138.649,0
<b>Summe Barwerte FCFF</b>	<b>32.556,8</b>						
<b>Barwert Terminal Value</b>	<b>138.649,0</b>						
<b>in % des Unternehmenswertes</b>	81,0%						
<b>Wert des Unternehmens</b>	<b>171.205,8</b>						
<b>Netto-Finanzschulden</b>	88.333,0						
<b>Wert Verlustvortrag</b>	0,0						
<b>Minderheiten</b>	0,0						
<b>Beteiligungen</b>	0,0						
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>82.872,8</b>						
<b>Wert pro Aktie</b>	<b>11,55</b>						

Quelle: Solventis Research, euromicron

**Haftungserklärung (Disclaimer) und Pflichtangaben nach § 34b WpHG, Finanzanalyseverordnung und EU-Marktmisbrauchsverordnung (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: **15.08.2018**

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

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. sind im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet.
6. sind im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet.

Die Solventis Beteiligungen GmbH oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen oder eine bei der Erstellung mitwirkende Person

1. haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

**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; Nico Löchner, Junior-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 abgezinnten 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.**