

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

2018 hohe Sonderkosten, ab 2019 deutlich verbesserte Profitabilität

Kaufen (Kaufen)

Kursziel	7,16 € (11,55 €)
Kurs (16.11.2018)	4,68 €
ISIN	DE000A1K0300
Marktkapitalisierung	33,6 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	318	326	335
EBIT (Mio. €)	1,1	-7,5	8,1	11,7
EBIT-Marge	0,3%	-2,4%	2,5%	3,5%
EBITDA (Mio. €)	9,5	2,3	17,9	21,6
EBITDA-Marge	2,9%	0,7%	5,5%	6,4%
Ergebnis je Aktie (€)	-0,53	-1,65	0,12	0,46
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert je Aktie (€)	10,94	9,3	9,4	9,9
KGV	n.m.	n.m.	40,4	10,2
Kurs/Buchwert	0,74	0,50	0,50	0,47
EV/EBIT	134	n.m.	16,0	10,8
EV/EBITDA	15,4	57,9	7,3	5,9
EV/Umsatz	0,44	0,42	0,40	0,38
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Für die ersten neun Monate 2018 berichtete euromicron einen Umsatz von 233,0 Mio. € (-4,5% yoy). Das EBITDA erreichte 1,6 Mio. € nach 4,8 Mio. € im Vorjahr. Bereinigt um Sonderkosten ergab sich ein operatives EBITDA von 4,8 Mio. € (Vj. 7,2 Mio. €). Ganzjährig rechnet der Konzern nun mit Sonderkosten von 5 Mio. € (bisher 2 Mio. €). Neu identifizierte strukturelle Defizite im Segment „Intelligente Gebäudetechnik“ sollen bis Jahresende behoben werden. euromicron blieb in den ersten drei Quartalen sowohl hinter den Vorjahres- als auch den Planwerten zurück. Die Guidance 2018 für Umsatz und operatives EBITDA (um Sonderkosten bereinigt) wurde angepasst: Den Umsatz erwartet das Management jetzt zwischen 310 und 330 Mio. € (bisher 340 bis 360 Mio. €) und die operative EBITDA-Marge zwischen 2,0 und 4,0% (bisher 4,0 bis 5,0 %). Im Frühjahr 2019 soll eine überarbeitete Mittelfriststrategie publik werden. Wir reduzieren das Kursziel für die euromicron-Aktie auf 7,16 € (bisher 11,55 €) und empfehlen den Wert weiter zum Kauf.

Im Segment „Intelligente Gebäudetechnik“ verzeichnete der Bereich „Netzwerktechnik“ einen Umsatzrückgang von 6,0 Mio. € yoy und ein Minus von 9,2 Mio. € yoy beim Auftragseingang: Ursächlich waren Defizite in der Organisationsstruktur und der Vertriebssteuerung des Bereichs, dessen Neuausrichtung bis Ende 2018 abgeschlossen sein soll. Beim baunahen Projektgeschäft mussten Personalstrukturen angepasst und die Vertriebsorganisation umgesteuert werden: 2017 war noch margenschwaches, baunahes Projektgeschäft herein-genommen worden, das bis Ende 2018 weitgehend abgearbeitet sein wird. Vergleiche bei Altforderungen aus baunahem Projektgeschäft kamen der Liquidität des Konzerns zugute, belasteten aber das Ergebnis.

Der um Factoring-Effekte bereinigte operative Cashflow verbesserte sich in den ersten neun Monaten auf -3,9 Mio. € (Vj. -15,6 Mio. €). Dazu trug insbesondere eine reduzierte Projektvorfinanzierung bei, die sich in einem deutlichen Rückgang des Working Capitals niederschlägt.

Die Nettoverschuldung (105,1 Mio. €) und freie Liquidität (11,0 Mio. €) haben sich ggü. Vj. wenig verändert. Eine Verletzung der Covenants lag am 30.09.2018 nicht vor. Die Zahlung der ersten Tilgung über 2,5 Mio. € Ende März 2019 sollte kein Problem darstellen.



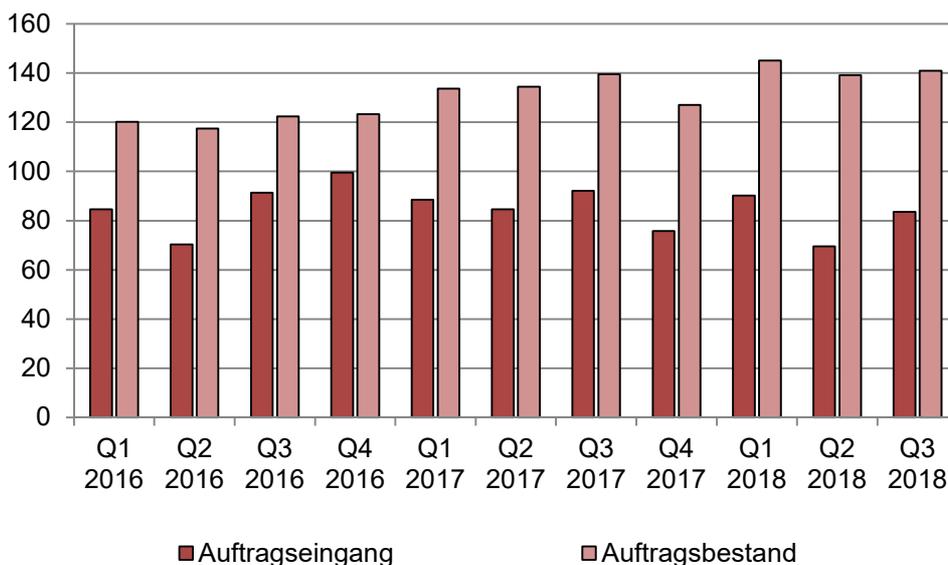
BITTE BEACHTEN SIE UNSEREN DISCLAIMER AB SEITE 15.

Umsatz- und Ergebnisrückgang

In den ersten neun Monaten erwirtschaftete euromicron einen Umsatz von 233,0 Mio. € nach 244,0 Mio. € im Vorjahr. Das entspricht einem Rückgang von 4,5%. Der um veräußerte und aufgegebene Geschäftsbereiche bereinigte Umsatz war um 2,7% rückläufig. Das um Sonderkosten bereinigte operative EBITDA verlor ggü. Vj. 2,4 Mio. € auf 4,8 Mio. €, was vor allem auf einen niedrigeren Rohertrag aus dem rückläufigen Umsatz zurückzuführen ist. Auch belasteten Effekte aus dem baunahen Projektgeschäft das Ergebnis. Die Sonderkosten fielen wie schon im Vorjahr im größten operativen Segment „Intelligente Gebäudetechnik“ und im Bereich „Zentrale Dienste“ an. Insgesamt werden bis zum Jahresende **Sonderkosten** von bis zu ~5 Mio. € erwartet. Mit den Struktur Anpassungen soll die Voraussetzung für profitables Wachstum geschaffen werden.

Der **Auftragseingang** im Konzern fiel in den ersten neun Monaten um 21,9 Mio. € (-8,3% yoy) auf 243,4 Mio. €. Für das fortgeführte Geschäft wurde ein Minus von 15,6 Mio. € (-6,0%) verbucht. Das ist ausschließlich auf die Entwicklung im Segment „Intelligente Gebäudetechnik“ zurückzuführen, siehe unten. Dagegen verzeichneten die Segmente „Kritische Infrastrukturen“ und „Distribution“ steigende Auftragseingänge. Der **Auftragsbestand** sowohl des Konzerns als auch des fortgeführten Geschäfts nahm auf 140,6 Mio. € bzw. 140,9 Mio. € leicht zu.

euromicron: Quartalsübersicht Auftragseingang und Auftragsbestand (in Mio. €)



Quelle: Solventis Research, euromicron

Mit -7,0% büßte das Segment „**Intelligente Gebäudetechnik**“ in den ersten neun Monaten überdurchschnittlich viel beim Umsatz ein. Bereinigt um den im Vorjahr veräußerten Bereich Telekommunikation belief sich das Minus auf 4,1%. Insbesondere der Bereich „**Netzwerktechnik**“ hatte Probleme. Die strukturellen Defizite sollen bis Ende 2018 behoben sein. Das um Sonderkosten bereinigte operative Segment-EBITDA verlor 1,7 Mio. € auf 1,3 Mio. €. Bei rückläufigen Auftragseingängen wurde ein Auftragsbestand von 80,7 Mio. € (Vj. 83,3 Mio. €) vermeldet. Der Auftragseingang war insbesondere in der Netzwerktechnik mit -9,2 Mio. € schwach. Auch das baunah Projektgeschäft lag beim Auftragseingang unter Vorjahr. Hier wurde 2018 anders als noch 2017 bewusst auf margenschwaches Geschäft verzichtet. Letzteres wirkt aber noch fort. Auch Vergleiche bei Altforderungen aus dem baunahen Projektgeschäft belasteten 2018. Dagegen wurden im Bereich Industrieswitche und im Zielmarkt Industrie 4.0 Ergebnisse verzeichnet, die im Vergleich zum Vorjahr deutlich verbessert werden konnten.

Auch das zweitgrößte Segment „**Kritische Infrastrukturen**“ war in den ersten drei Quartalen mit einem Umsatzrückgang von 3,3 Mio. € auf 85,4 Mio. € (-3,7% yoy) konfrontiert. Während das Systemintegrationsgeschäft den Umsatz um 4,3 Mio. € ausbauen konnte und ein stabiles EBITDA verzeichnete, verlor der Herstellerbereich, dem u. a. das stark zyklische Geschäft „Techniklösungen für sensible Sicherheitsbereiche“ zugeordnet ist, Umsatz von 7,6 Mio. € und ~2 Mio. € beim operativen EBITDA. Insgesamt verbuchte das Segment ein operatives EBITDA von 2,8 Mo. € nach 4,8 Mio. € im Vorjahr. Bei einem höheren Auftragseingang wuchs der Auftragsbestand um 4,8% auf 56,9 Mio. €.

Erfreulich war das kräftige Wachstum im kleinsten Segment „**Distribution**“. Der Umsatz erreichte nach 9 Monaten 19,2 Mio. € (+15,0% yoy). Vor allem die italienische Tochter Qubix konnte auf deren Heimatmarkt überzeugen. Das EBITDA legte ggü. Vj. um 0,9 Mio. € auf 3,7 Mio. € zu. Der höhere Auftragseingang ließ den Auftragsbestand um 1,0 Mio. € auf 3,2 Mio. € steigen. Der Segmentumsatz besteht aus Beratung und herstellerunabhängiger Belieferung rund um aktive und passive Netzwerkkomponenten.

Der Bereich „**Nicht strategische Geschäftsfelder**“ wies in den ersten neun Monaten einen planmäßigen Umsatz von 0,2 Mio. € (Vj. 0,7 Mio. €) aus. Das operative EBITDA ist bei Sonderkosten von -0,1 Mio. € (Vj. -0,2 Mio. €) ausgeglichen. Bei letzteren handelt es sich um Nachlaufkosten der Schließungen. Der Bereich „**Zentrale Dienste**“ wies in den ersten neun Monaten Sonderkosten für Beratung und Personalmaßnahmen von 2,1 Mio. € (Vj. 1,5 Mio. €) aus. Das um diese Kosten bereinigte operative EBITDA wurde mit -3,0 Mio. € nach -3,4 Mio. € im Vj. berichtet, mithin eine Verbesserung um 0,4 Mio. €.

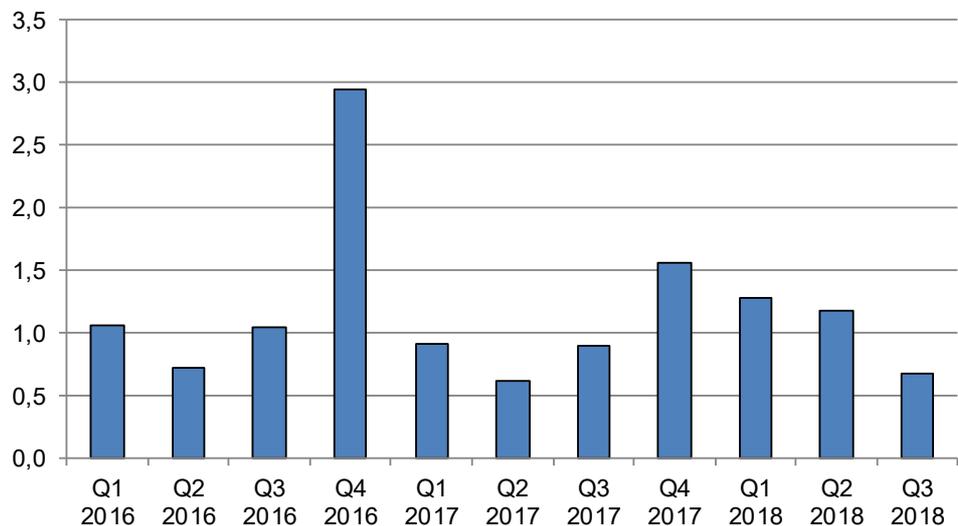
euromicron: Bereinigte Zahlen 9 Monate 2018 und 2017 (in Mio. €)

	9M'2018			9M'2017		
	berichtet	Sonderkosten	bereinigt	berichtet	Sonderkosten	bereinigt
Umsatz	233,0	-0,2	232,8	244,0	0,0	244,0
Materialaufwand	-120,5	0,2	-120,3	-128,5	0,0	-128,5
Bestandsveränderungen	-0,4	0,0	-0,4	-0,5	0,0	-0,5
Rohhertrag	112,1	0,0	112,1	115,0	0,0	115,0
<i>Rohhertragsmarge</i>	48,1%		48,1%	47,1%		47,1%
EBITDA	1,6	3,1	4,8	4,8	2,4	7,2
<i>EBITDA-Marge</i>	0,7%		2,0%	2,0%		2,9%
Abschreibungen	-7,3	0,0	-7,3	-6,3	0,0	-6,3
EBIT	-5,7	3,1	-2,6	-1,5	2,4	0,9
<i>EBIT-Marge</i>	-2,4%		-1,1%	-0,6%		0,4%
Zinserträge	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1
Zinsaufwendungen	-4,6	0,2	-4,4	-3,7	0,0	-3,7
EBT	-10,3	3,3	-7,0	-5,1	2,4	-2,7
<i>EBT-Marge</i>	-4,4%		-3,0%	-2,1%		-1,1%
Steuern	2,5	0,0	2,5	1,4	0,0	1,4
EAT	-7,8	3,3	-4,5	-3,8	2,4	-1,4
davon Aktionäre euromicron	-8,0	3,3	-4,7	-3,9	2,4	-1,5
davon Anteile Dritter	0,3	0,0	0,3	0,2	0,0	0,2
EPS	-1,12	0,46	-0,66	-0,55	0,34	-0,21

Quelle: Solventis Research, euromicron

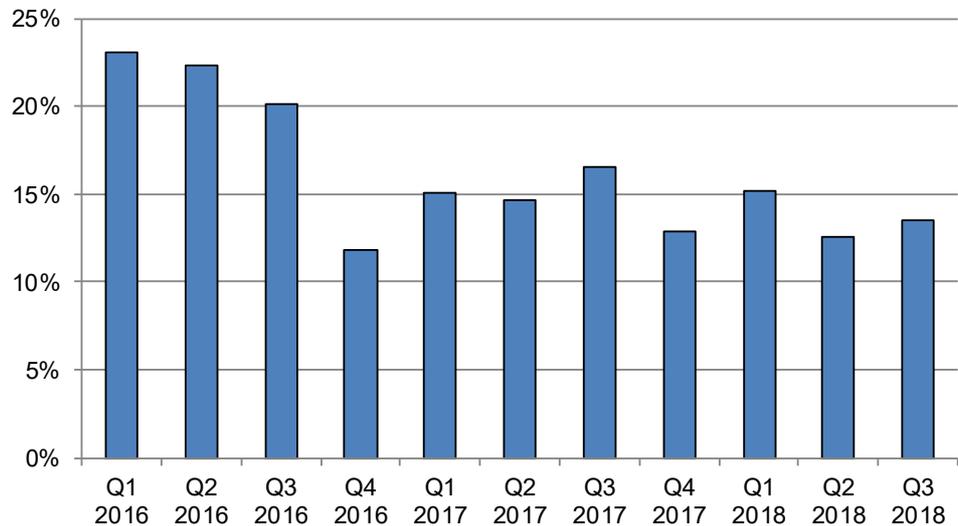
Die **Sonderkosten** lagen nach den ersten neun Monaten 2018 mit 3,1 Mio. € (Vj. 2,4 Mio. €) bereits deutlich oberhalb der angestrebten 2 Mio. €, die zwischenzeitlich auf ~5 Mio. € erhöht wurden. Bis Ende 2018 sollen die neu identifizierten strukturellen Defizite behoben sein. Im Q4'18 werden also nochmals rund 2 Mio. € Sonderkosten erwartet. Von den drei operativen Segmenten ist ausschließlich „Intelligente Gebäudetechnik“ betroffen. Ein wesentlicher Teil entfällt zudem auf die Holding.

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



Quelle: Solventis Research, euromicron

In den ersten neun Monaten ging die **Working Capital-Ratio** nach Factoring auf 13,5% (Vj. 16,6%) zurück. Vor Factoring wurden 21,9% (Vj. 24,6%) vermeldet. Das Working Capital konnte also nicht nur an den geringeren Konzernumsatz angepasst werden, sondern auch darüber hinaus deutlich reduziert werden, was sich im geringeren Working Capital zeigte. Entscheidend war dabei eine reduzierte Projektvorfinanzierung. Hier zeigten Maßnahmen aus der Initiative zum Abbau des Working Capitals Wirkung. Wir gehen davon aus, dass noch Spielraum besteht, das Working Capital weiter zu optimieren.

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

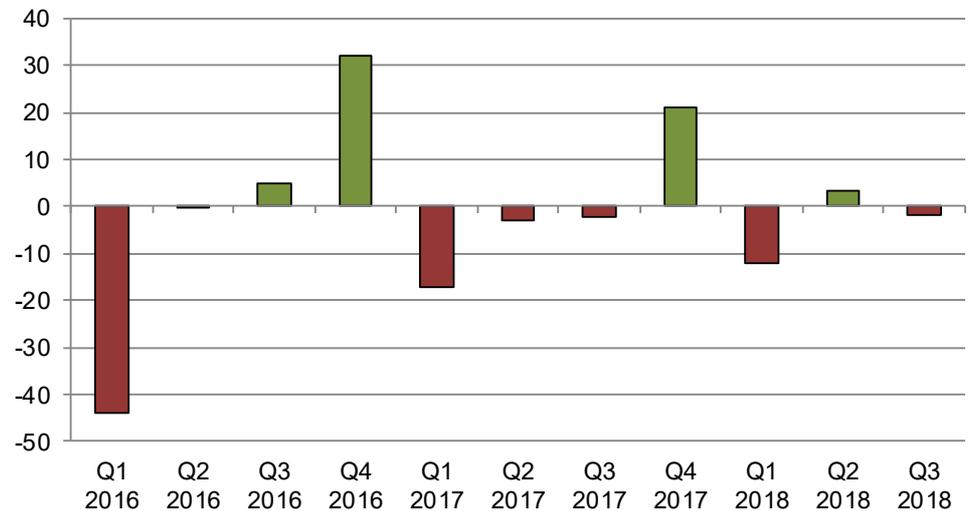
Quelle: Solventis Research, euromicron

Der **Cashflow** aus **laufender Geschäftstätigkeit** – hier sind Factoring Effekte enthalten – verbesserte sich gemäß Kapitalflussrechnung nach den ersten neun Monaten auf -10,7 Mio. € (Vj. -22,5 Mio. €). Der um Factoring Einflüsse bereinigte Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit legte in einer ähnlichen Größenordnung auf -3,9 Mio. € (Vj. -15,6 Mio. €) zu. Treiber war das geringere Working Capital. Gegenläufig wirkte das negative EBITDA.

Der verminderte Mittelabfluss aus **Investitionstätigkeit** (-6,3 Mio. €, Vj. -9,3 Mio. €) in den ersten neun Monaten reflektiert die geringere Investitionstätigkeit der Gesellschaft sowohl für Unternehmenserwerbe als auch für Investitionen in Immaterielle Vermögenswerte und Sachanlagen.

Der Mittelzufluss aus **Finanzierungstätigkeit** war in den ersten neun Monaten mit 17,3 Mio. € deutlich geringer als im Vorjahr (30,0 Mio. €). Die Verbesserung der Cashflows aus laufender Geschäftstätigkeit ermöglichte dies.

euromicron: Quartalsübersicht Operativer Cashflow (in Mio. €)



Quelle: Solventis Research, euromicron

Strukturanpassungen vor Abschluss – 2019 wieder profitabel

Die Transformation der euromicron zu einem Lösungsanbieter mit einem erheblichen Umsatzanteil im IoT-Markt soll 2018 abgeschlossen werden. Das gilt auch für die Strukturmaßnahmen, die im Q3'2018 im Segment „Intelligente Gebäudetechnik“ neu identifiziert wurden. 2019 erwartet euromicron eine deutliche Verbesserung der Profitabilität des Konzerns. Die **neue Mittelfriststrategie** soll **im Frühjahr 2019** präsentiert werden. Mittelfristiges Ziel war bisher ein Umsatz von 400 Mio. € bei einer operativen EBITDA-Marge von mehr als 8,0%.

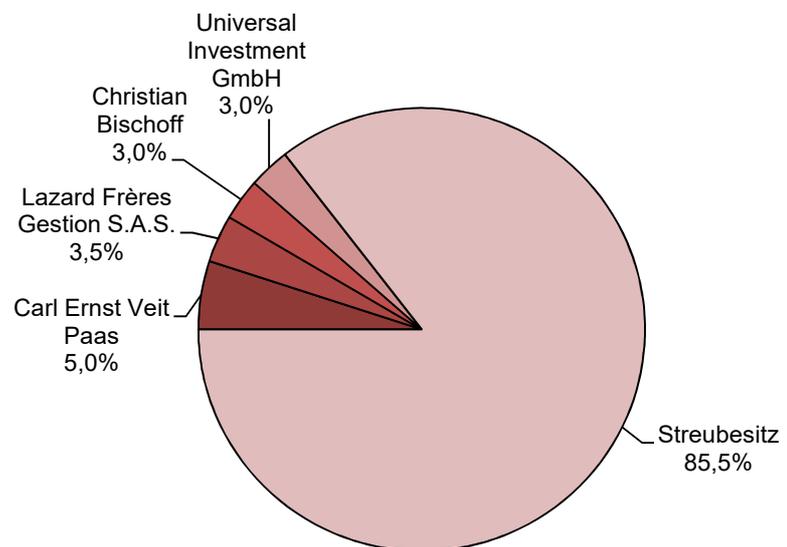
Anschlussfinanzierung mit Absicherung

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 quartalsweise geprüft werden. Zu den Covenants zählen der Verschuldungsgrad sowie ergebnis- und liquiditätsabhängige Kennzahlen. Die Schwellenwerte wurden nicht veröffentlicht. 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. Für den Fall der Nichteinhaltung der Covenants hat euromicron vertraglich vorgesehene Heilungsmöglichkeiten zur Aufrechterhaltung der Kreditlinien im vereinbarten Gesamtumfang.

Keine wesentlichen Änderungen im Aktionariat

Seit dem letzten Update kam es in der Aktionärsstruktur zu keinen wesentlichen Änderungen, die bekannt wären. Carl Ernst Veit Paas ist mit gemeldeten 5,002% weiterhin der größte Einzelaktionär. Stimmrechtsmitteilungen erfolgten seit dem letzten Update (15.08.2018) nicht.

euromicron: Aktionärsstruktur



Quelle: Solventis Research, euromicron

DCF-Modell: Fairer Wert deutlich niedriger

Wir haben unser DCF-Modell an die geänderte Guidance der Gesellschaft angepasst. Die Zuwachsraten beim Umsatz und die EBIT-Margen nach 2018 lassen wir unverändert. Hier besteht ggf. Anpassungsbedarf, wenn die neue Mittelfriststrategie im Frühjahr 2019 veröffentlicht wird.

Die Sonderkosten von 5 Mio. € in 2018 spielen für den Wert der Gesellschaft im DCF-Modell keine wesentliche Rolle, weil 85% des Unternehmenswerts aus dem Terminal Value resultieren.

Im Terminal Value haben wir u. a. folgende Werte gewählt: EBIT-Marge 4,5%, Reinvestment-Rate 15,7%, Beta 1,1 (bisher 1,0), WACC 6,15% (bisher 5,88%) und als ewige Wachstumsrate 1,0%. Die Nettoverschuldung haben wir an den Stand zum 30. Sept. 2018 angepasst und setzten 105,1 Mio. € an. Bisher waren wir von 88,3 Mio. € ausgegangen und hatten damit bereits in 2018 einen deutlichen Schuldenabbau unterstellt.

Die beschriebenen Änderungen führen zu einem **fairen Wert je euromicron-Aktie** von 7,16 € nach 11,70 € (15.08.2018). Unser Kursziel passen wir entsprechend an. Aufgrund des Kurseinbruchs der euromicron-Aktie ergibt sich dazu ein Kurspotential von gut 50%.

Eine Wiederaufnahme einer Dividendenzahlung erwarten wir nun für das Geschäftsjahr 2021. Bisher waren wir von 2020 ausgegangen.

Angesichts des hohen Abschlags auf den fairen Wert hegt der Markt offensichtlich Zweifel, ob die Unternehmensziele erreicht werden. Die neuerlichen Strukturanpassungen und die damit verbundenen Kosten tun ein Übriges. Sollte der Neustart 2019 gelingen, dürften Käufer zurückkommen.

Die Anschlussfinanzierung sieht einen Tilgungsplan vor, der den Verkauf von profitablen Tochterunternehmen erforderlich machen könnte. Andererseits besteht für die euromicron AG als börsennotierte Gesellschaft die Option einer Kapitalerhöhung, um den Bankverpflichtungen nachzukommen. Insoweit stehen der Gesellschaft Handlungsalternativen zur Verfügung.

FAZIT

Anders als von uns erwartet, hat sich die Situation bei euromicron in der zweiten Jahreshälfte 2018 nicht verbessert. Im Gegenteil – die Gesellschaft musste die Strukturmaßnahmen ausweiten, um die Voraussetzungen für eine bessere Profitabilität in 2019 zu schaffen. Die dafür budgetierten Kosten wurden von 2 auf 5 Mio. € erhöht.

Die unveränderten Firmenwerte von 110,6 Mio. € bergen bei einem den Gesellschaftern zustehenden bilanziellen Eigenkapital von 69,2 Mio. € zusätzliche Risiken. Es kommt jetzt entscheidend darauf an, dass dem euromicron-Konzern 2019 operativ die Wende gelingt. Die ergriffenen Maßnahmen sollten Früchte tragen.

Die Zahlung der ersten Tilgung über 2,5 Mio. € Ende März 2019 sollte kein Problem darstellen. Nach unserem DCF-Modell sehen wir den fairen Wert der euromicron-Aktie bei 7,16 €. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

euromicron: Segmente

in Mio. €	Intelligente Gebäudetechnik ggü.			Kritische Infrastrukturen ggü.			Distribution ggü.			Nicht strategische Geschäftsfelder ggü.			Zentrale Dienste ggü.			Überleitung		Konzern ggü.		
	9M'18	9M'17	Vorjahr	9M'18	9M'17	Vorjahr	9M'18	9M'17	Vorjahr	9M'18	9M'17	Vorjahr	9M'18	9M'17	Vorjahr	9M'18	9M'17	9M'18	9M'17	Vorjahr
Umsatzerlöse																				
Umsätze mit Fremden	128,2	137,9	-7,0%	85,4	88,7	-3,7%	19,2	16,7	14,5%	0,2	0,7	-67,4%	0,0	0,0	n.m.	0,0	0,0	233,0	244,0	-4,5%
Umsätze mit anderen Segmenten	0,6	1,0	-38,2%	0,7	1,0	-33,5%	0,7	0,9	-14,2%	0,0	0,1	-97,6%	0,0	0,0	n.m.	-2,0	-3,0	0,0	0,0	n.m.
Umsätze gesamt	128,9	139,0	-7,3%	86,0	89,7	-4,0%	19,9	17,6	13,1%	0,2	0,8	-70,7%	0,0	0,0	n.m.	-2,0	-3,0	233,0	244,0	-4,5%
EBITDA	0,4	2,3		2,8	4,8	-41,5%	3,7	2,9	28,7%	-0,1	-0,2	46,9%	-5,1	-4,9	-3,9%	0,0	0,0	1,6	4,8	-65,9%
Sonderkosten	-0,9	-0,7	-26,8%	0,0	0,0	n.m.	0,0	0,0	n.m.	-0,1	-0,2	46,9%	-2,1	-1,6	-36,3%	0,0	0,0	-3,1	-2,5	-25,6%
EBITDA operativ	1,3	3,0	-56,1%	2,8	4,8	-41,5%	3,7	2,9	28,7%	0,0	0,0	n.m.	-3,0	-3,4	11,0%	0,0	0,0	4,8	7,3	-34,1%
Abschreibungen	-4,5	-4,1	-11,2%	-2,5	-1,8	-40,7%	-0,1	-0,2	46,7%	0,0	0,0	0,0%	-0,2	-0,2	-8,2%	0,0	0,0	-7,3	-6,3	-17,3%
EBIT	-4,1	-1,7	-134,6%	0,3	3,0	-90,0%	3,6	2,6	35,2%	-0,1	-0,2	46,7%	-5,3	-5,1	-4,1%	0,0	0,0	-5,7	-1,5	-288,7%
Sonderkosten	-0,9	-0,7	-26,8%	0,0	0,0	n.m.	0,0	0,0	n.m.	-0,1	-0,2	46,7%	-2,1	-1,6	-36,3%	0,0	0,0	-3,1	-2,5	-25,6%
EBIT operativ	-3,2	-1,0	-208,1%	0,3	3,0	-90,0%	3,6	2,6	35,2%	0,0	0,0	n.m.	-3,2	-3,6	9,9%	0,0	0,0	-2,5	1,0	-347,6%
Auftragsbestand	80,7	83,3	-3,2%	56,9	54,3	4,7%	3,2	2,3	41,7%	0,4	0,6	-41,6%	0,0	0,0	n.m.	-0,2	-0,5	140,9	140,1	0,6%
Working Capital	46,2	56,8	-18,6%	13,8	17,0	-18,9%	4,7	4,0	17,2%	-0,2	-0,2	-31,4%	-1,4	-1,1	-27%	-19,7	-19,5	43,4	57,0	-23,8%
Working Capital Ratio	25,4%	28,5%		11,7%	13,7%		18,3%	17,7%										13,5%	16,6%	
EBITDA-Marge	0,3%	1,7%		3,2%	5,3%		18,4%	16,2%		-55,2%	-30,5%							0,7%	2,0%	
EBITDA-Marge (operativ)	1,0%	2,2%		3,2%	5,3%		18,4%	16,2%		0,0%	0,0%							2,1%	3,0%	
EBIT-Marge	-3,2%	-1,2%		0,3%	3,3%		17,8%	14,9%		-55,7%	-30,6%							-2,4%	-0,6%	
EBIT-Marge (operativ)	-2,5%	-0,7%		0,3%	3,3%		17,8%	14,9%		0,0%	0,0%							-1,1%	0,4%	

Quelle: Solventis Research, euromicron

euromicron: Peer-Group-Vergleich

Ticker	Kurs 16.11	Währung	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
ADVA Optical Networking SE	7,69	EUR	-70,8	36,6	19,4	6,2	5,1	26,4	15,5	3,1%	4,6%	1,6	1,5	0,8	0,7	0,3%
Bechtle AG	71,65	EUR	25,5	22,3	18,6	12,8	11,1	15,3	13,2	4,6%	4,7%	3,5	3,1	0,7	0,6	1,4%
Huber+Suhner AG	56,33	EUR	23,5	21,6	19,6	10,0	9,1	14,1	12,7	9,2%	9,7%	2,0	1,9	1,3	1,2	2,2%
Legrand SA	53,14	EUR	24,3	17,8	17,0	11,8	11,0	13,5	12,6	19,9%	20,0%	3,1	2,8	2,7	2,5	2,6%
QSC AG	1,49	EUR	35,0	54,2	26,3	7,5	6,4	30,2	21,9	2,4%	3,2%	2,1	2,0	0,7	0,7	2,0%
Durchschnitt (ungewichtet)			7,5	30,5	20,2	9,7	8,5	19,9	15,2	7,8%	8,4%	2,5	2,3	1,2	1,2	1,7%
MEDIAN			24,3	22,3	19,4	10,0	9,1	15,3	13,2	4,6%	4,7%	2,1	2,0	0,8	0,7	2,0%
Euromicron AG*	4,68	EUR	-15,4	-27,1	17,2	9,7	7,5	204,4	17,3	0,2%	2,0%	0,5	0,5	0,4	0,4	0,0%
Abweichung vom Median			-163,5%	-221,7%	-11,3%	-2,3%	-16,8%	1236,6%	31,3%	-96,1%	-56,3%	-77,5%	-77,2%	-54,8%	-50,7%	-100,0%

* euromicron AG Zahlen sind Konsens-Schätzungen

Quelle: Solventis Research, euromicron

euromicron: GuV (in Tsd. €)

	2017	yoy	2018e	yoy	2019e	yoy	2020e	yoy
Umsatz	332.908	2,3%	317.927	-4,5%	325.875	2,5%	334.837	2,7%
Erh./Verm. un/fertige Erzeugnisse	-612	29,1%	-584	4,5%	-599	-2,5%	-616	-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%	2.438	11,3%	1.666	-31,7%	1.541	-7,5%
Materialaufwand	172.432	0,5%	164.673	-4,5%	168.789	2,5%	173.431	2,7%
Rohergebnis nach GKV	165.443	3,2%	158.086	-4,4%	161.131	1,9%	165.310	2,6%
Personalaufwand	112.551	3,2%	107.486	-4,5%	110.173	2,5%	113.203	2,8%
Abschreibungen	8.405	-12,9%	9.763	16,2%	9.800	0,4%	9.850	0,5%
sonstige betriebliche Aufwendungen	43.389	-1,0%	48.309	11,3%	33.011	-31,7%	30.537	-7,5%
EBITDA	9.503	28,7%	2.292	-75,9%	17.947	683,1%	21.569	20,2%
EBITDA-Marge	2,85%	0,6 pp	0,72%	-2,1 pp	5,51%	4,8 pp	6,44%	0,9 pp
EBIT	1.098	148,5%	-7.471	-780,4%	8.147	209,0%	11.719	43,9%
EBIT-Marge	0,33%	1,0 pp	-2,35%	-2,7 pp	2,50%	4,9 pp	3,50%	1,0 pp
Sonstige finanzielle Aufwendungen	19	-74,0%	0	-100,0%	0	0,0%	0	0,0%
Zinserträge	313	105,9%	5	-98,4%	6	20,7%	9	49,4%
Zinsaufwand	4.943	-9,1%	6.133	24,1%	6.457	5,3%	6.457	0,0%
Finanzergebnis	-4.649	13,3%	-6.128	-31,8%	-6.451	-5,3%	-6.448	0,0%
Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)	-3.551	53,4%	-15.600	-339,3%	1.696	110,9%	5.271	210,9%
EBT-Marge	-1,07%	1,3 pp	-4,91%	-3,8 pp	0,52%	5,4 pp	1,57%	1,1 pp
Steuern	-45	-100,9%	-4.080	-8966,4%	509	112,5%	1.581	210,9%
Steuerquote	1,27%	64,8 pp	26,15%	24,9 pp	30,00%	3,8 pp	30,00%	0,0 pp
Ergebnis n. Steuern	-3.506	71,9%	-11.520	-228,6%	1.187	110,3%	3.690	210,9%
Anteile Dritter	263	41,4%	323	22,8%	355	9,9%	380	7,0%
Konzernjahresüberschuss	-3.769	70,2%	-11.843	-214,2%	832	107,0%	3.310	297,8%
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)	-0,53	70,2%	-1,65	-214,2%	0,12	107,0%	0,46	297,8%

Quelle: Solventis Research, euromicron

euromicron: Bilanz (in Tsd. €)

	2017	yoy	2018e	yoy	2019e	yoy	2020e	yoy
Aktiva								
Kassenbestand	4.954	-27,6%	4.769	-3,7%	7.067	48,2%	10.849	53,5%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	61.512	4,5%	57.000	-7,3%	58.425	2,5%	60.032	2,8%
Vorräte	31.486	10,9%	31.500	0,0%	32.288	2,5%	33.175	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%
Summe Umlaufvermögen	105.344	2,6%	100.661	-4,4%	105.172	4,5%	111.448	6,0%
Sachanlagen	19.139	22,6%	16.876	-11,8%	15.076	-10,7%	14.226	-5,6%
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%
Summe Anlagevermögen	146.816	4,0%	144.553	-1,5%	142.753	-1,2%	141.903	-0,6%
Bilanzsumme	252.160	3,1%	245.214	-2,8%	247.925	1,1%	253.351	2,2%
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	-34.708	-12,9%	-46.551	-34,1%	-45.719	1,8%	-42.409	7,2%
Kumuliertes übriges comprehensive income	4	180,0%	4	0,0%	4	0,0%	4	0,0%
Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz	77.942	-4,8%	66.099	-15,2%	66.931	1,3%	70.241	4,9%
Anteile in Fremdbesitz	599	29,9%	599	0,0%	599	0,0%	599	0,0%
Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz	78.541	-4,6%	66.698	-15,1%	67.530	1,2%	70.840	4,9%
Langfristige Schulden								
Pensionsrückstellungen	1.424	3,1%	1.438	1,0%	1.453	1,0%	1.467	1,0%
Übrige Rückstellungen	1.751	4,0%	1.672	-4,5%	1.714	2,5%	1.761	2,8%
Finanzverbindlichkeiten	21.136	-46,2%	21.136	0,0%	21.136	0,0%	21.136	0,0%
Steuerverbindlichkeiten/Latente Steuern	5.598	-1,3%	5.346	-4,5%	5.480	2,5%	5.630	2,8%
Sonstige Verbindlichkeiten	780	430,6%	745	-4,5%	764	2,5%	785	2,7%
Summe langfristige Schulden	30.689	-36,3%	30.337	-1,1%	30.546	0,7%	30.779	0,8%
Kurzfristige Schulden								
Übrige Rückstellungen	1.955	24,2%	1.867	-4,5%	1.914	2,5%	1.966	2,8%
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	49.010	6,8%	45.000	-8,2%	46.125	2,5%	47.393	2,8%
Finanzverbindlichkeiten	71.077	84,6%	81.363	14,5%	81.363	0,0%	81.363	0,0%
Steuerverbindlichkeiten	1.385	-60,7%	1.323	-4,5%	1.356	2,5%	1.393	2,7%
Sonstige Verbindlichkeiten	18.494	-13,4%	17.662	-4,5%	18.103	2,5%	18.601	2,8%
Erhaltene Anzahlungen	1.009	-64,6%	964	-4,5%	988	2,5%	1.015	2,7%
Summe Kurzfristige Schulden	142.930	25,7%	148.178	3,7%	149.849	1,1%	151.732	1,3%
Bilanzsumme	252.160	3,1%	245.214	-2,8%	247.925	1,1%	253.351	2,2%

Quelle: Solventis Research, euromicron

euromicron: DCF-Modell (Tsd. €)

	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	Terminal Value
Umsatz	332.908,0	317.927,1	325.875,3	334.836,9	343.207,8	350.072,0	
Veränderung in %	2,3%	-4,5%	2,5%	2,8%	2,5%	2,0%	
EBITDA	9.503,0	2.291,6	17.946,9	21.569,3	25.344,4	25.703,2	
EBITDA-Marge	2,9%	0,7%	5,5%	6,4%	7,4%	7,3%	
EBIT	1.098,0	-7.471,3	8.146,9	11.719,3	15.444,4	15.753,2	
EBIT-Marge	0,3%	-2,4%	2,5%	3,5%	4,5%	4,5%	
NOPLAT	1.084,1	-5.229,9	5.702,8	8.203,5	10.811,0	11.027,3	11.247,8
Reinvestment Rate	456,0%	53,0%	-12,5%	4,6%	11,5%	18,0%	15,7%
FCFF	-3.858,9	-2.456,9	6.415,3	7.827,3	9.565,7	9.038,1	183.009,6
WACC	6,60%	5,45%	5,46%	5,50%	5,56%	5,64%	6,18%
Kummuliertes WACC		105,45%	111,22%	117,33%	123,86%	130,85%	138,94%
Barwerte der FCFF		-2.329,8	5.768,3	6.670,9	7.722,8	6.907,2	131.718,5
Summe Barwerte FCFF	24.739,4						
Barwert Terminal Value	131.718,5						
in % des Unternehmenswertes	84,2%						
Wert des Unternehmens	156.457,9						
Netto-Finanzschulden	105.100,0						
Wert Verlustvortrag	0,0						
Minderheiten	0,0						
Beteiligungen	0,0						
Wert des Eigenkapitals	51.357,9						
Wert pro Aktie	7,16						

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: **19.11.2018, 11:30 Uhr**

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

Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen 12 Monaten

Veröffentlichungsdatum	Kurs	Votum	Kursziel
17.11.17	8,18	Kaufen	14,90
15.08.18	6,10	Kaufen	11,55

Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversums sieht aktuell wie folgt aus:

Empfehlungsübersicht Research-Reports (30.09.17 - 01.10.18)	in %	Auftrags- research	in %
Kaufen	46 95,8%	32	66,7%
Halten	2 4,2%	1	2,1%
Verkaufen	0 0,0%	0	0,0%
Insgesamt	48 100,0%	33	68,8%

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. Börsen-Zeitung, 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 abgezinsten 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.