

Company Report

Euromicron

Coverage Initiation: Kontinuierlich steigender Datenvolumen nährt Wachstumshoffnungen

UNTERNEHMEN



RATING

KAUFEN (NEUAUFNAHME)

KURSZIEL

16 EUR (NEUAUFNAHME)

HIGHLIGHTS

- Wachsendes Datenvolumen erzwingt Netzausbau, euromicron bietet hierzu umfassendes Know-how für alle Übertragungswege
- Laufende Integrationsphase und teilweise gedämpfte Nachfrage drücken Ergebnismarge, ab 2015 wieder „Normalmarke“ und Rückkehr in Wachstumsmodus zu erwarten
- Ersteinschätzung Kaufen mit Kursziel 16 EUR

euromicron – der Netzwerkspezialist: euromicron bietet Infrastrukturlösungen für Kommunikations-, Übertragungs-, Sicherheits- und Datennetze an. Schwerpunktmäßig in Deutschland wird als Hersteller, Systemintegrator und Distributor ein umfassendes Leistungsspektrum für Kunden aus den verschiedensten Branchen erbracht.

Positives Marktumfeld: Die kontinuierlich steigende Nachfrage nach immer leistungsfähigeren Netzen für Sprach- und Datenübertragungen steigert zwangsläufig den Bedarf an Netzwerkinfrastruktur, um die Leistungs- und Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen zu erhalten und das Kommunikationsaufkommen im gesellschaftlichen, öffentlichen und privaten Bereich sicherzustellen. Vor diesem Hintergrund rechnen wir mittelfristig mit einem Anstieg der Investitionen in (optische) Netzwerke um gut 5% pro Jahr.

Strategie klar auf Wachstum ausgerichtet: euromicron strebt mittels organischem und akquisitorischem Wachstum die Rolle eines europäischen Players im Ausrüstermarkt für Netzwerktechnologie an. Größere Akquisitionen dürften allerdings mangels ausreichender Cash-Generierung auch zukünftig Kapitalerhöhungen erforderlich machen und – wie aktuell – in der Integrationsphase zu temporären Ergebnisbelastungen führen.

Ersteinschätzung Kaufen mit Kursziel 16 EUR: Auf Basis unserer Prognosen haben wir euromicron anhand eines Discounted Cashflow-Modells und eines Peergroup-Vergleichs bewertet. Dabei haben wir aufgrund der aktuell margenschwachen Integrationsphase einen bewusst vorsichtigen Ansatz gewählt und das längerfristige Ertragspotenzial nur unterproportional berücksichtigt. Dieser Ansatz führte zu einem fairen Wert der euromicron-Aktie in Höhe von 16 EUR. Wir starten daher die Coverage mit einem Kaufvotum und einem Kursziel von 16 EUR.

+++ Reuters: EUCAn +++ Bloomberg: EUCA GY +++

Aktueller Kurs (XETRA; 02.07.13; 17:35 h).....	14,52 EUR
SCHLUSSKURS (02.07.2013):	14,52 EUR
ERWARTETE PERFORMANCE:	10,2%
MARKTKAPITALISIERUNG:	96,73 Mio. EUR
UNTERNEHMENSWERT:	170,00 Mio. EUR
ANZAHL AKTIEN:	6,66 Mio.
STREUBESITZ:	100,0 %
INDEX (GEWICHTUNG):	TecDAX (0,42 %)
DURCH. HANDELSVOL.:	23.548
ISIN:	DE000A1K0300
SEKTOR:	HARDWARE

KENNZAHLEN (31.12.)	2013E	2014E	2015E
Unternehmensdaten in Mio. EUR, Zahlen je Aktie in EUR			
Umsatz	350,0	375,0	400,0
EBITDA	26,5	30,5	39,5
EBIT	18,2	22,0	30,5
Nettoergebnis	9,2	11,7	17,9
Freier Cash-flow	-1,0	3,0	5,0
FCF Rendite	-1,0 %	3,1 %	5,2 %
Gewinn je Aktie	1,38	1,76	2,68
Dividende	0,30	0,60	1,00
EV / Umsatz	0,5	0,5	0,4
EV / EBITDA	6,4	5,6	4,3
EV / EBIT	9,4	7,7	5,6
KBV	10,5	8,3	5,4
KBV	0,77	0,72	0,65
Dividendenrendite	2,1 %	4,1 %	6,9 %

KURSENTWICKLUNG



KALENDER

09.08.2013	Quartalszahlen
------------	----------------



Thomas Hofmann, CEFA
 Investmentanalyst
 +49 711 127-42775
 Thomas.Hofmann@LBBW.de

Unternehmensdaten Finanzkennzahlen

Euromicron

Fazit Schätzungsänderungen (Mio. EUR)

GuV	2012			2013E			2014E		
	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ
Umsatz	n.a.	330,0	n.a.	n.a.	350,0	n.a.	n.a.	375,0	n.a.
EBITDA	n.a.	25,0	n.a.	n.a.	26,5	n.a.	n.a.	30,5	n.a.
Operativer Cash-flow	n.a.	7,0	n.a.	n.a.	9,0	n.a.	n.a.	13,0	n.a.
EBIT	n.a.	17,1	n.a.	n.a.	18,2	n.a.	n.a.	22,0	n.a.
Vorsteuerergebnis	n.a.	12,2	n.a.	n.a.	13,2	n.a.	n.a.	17,0	n.a.
Nettoergebnis	n.a.	8,6	n.a.	n.a.	9,2	n.a.	n.a.	11,7	n.a.
Je Aktie (EUR)	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ
Gewinn je Aktie	n.a.	1,29	n.a.	n.a.	1,38	n.a.	n.a.	1,76	n.a.
Cash Flow pro Aktie	n.a.	-0,58	n.a.	n.a.	-0,15	n.a.	n.a.	0,45	n.a.
Dividende	n.a.	0,30	n.a.	n.a.	0,30	n.a.	n.a.	0,60	n.a.

Quelle: Euromicron, LBBW Research

Ausgewählte Kennzahlen von Euromicron (Mio. EUR)

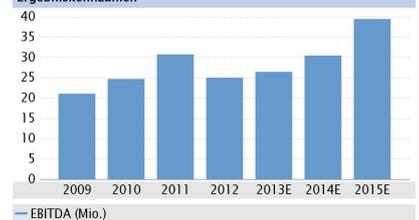
Gewinn- und Verlustrechnung (Mio. EUR)	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Umsatz	187,3	203,6	305,3	330,0	350,0	375,0	400,0
EBITDA	21,1	24,7	30,8	25,0	26,5	30,5	39,5
Operativer Cash-flow	14,2	8,5	0,5	7,0	9,0	13,0	16,0
EBIT	18,0	20,1	24,2	17,1	18,2	22,0	30,5
Vorsteuerergebnis	15,2	17,2	17,9	12,2	13,2	17,0	25,5
Nettoergebnis	10,7	11,5	12,2	8,6	9,2	11,7	17,9
Gewinn je Aktie	2,39	2,38	2,08	1,29	1,38	1,76	2,68
Wachstumsrate yoy							
Umsatz		8,7 %	49,9 %	8,1 %	6,1 %	7,1 %	6,7 %
EBITDA		17,2 %	24,5 %	-18,7 %	5,9 %	15,1 %	29,5 %
Operativer Cash-flow		-40,4 %	-94,4 %	1371,0 %	29,3 %	44,4 %	23,1 %
EBIT		11,6 %	20,3 %	-29,5 %	6,5 %	20,9 %	38,6 %
Vorsteuerergebnis		13,2 %	3,7 %	-31,5 %	8,0 %	28,8 %	50,0 %
Nettoergebnis		6,7 %	6,7 %	-29,9 %	7,4 %	27,6 %	52,1 %
Gewinn je Aktie		-0,4 %	-12,6 %	-38,0 %	7,0 %	27,5 %	52,3 %
Umsatzmargen							
EBITDA		11,3 %	12,1 %	10,1 %	7,6 %	7,6 %	9,9 %
Operativer Cash-flow		7,6 %	4,2 %	0,2 %	2,1 %	2,6 %	4,0 %
EBIT		9,6 %	9,9 %	7,9 %	5,2 %	5,9 %	7,6 %
Nettoergebnis		5,7 %	5,6 %	4,0 %	2,6 %	3,1 %	4,5 %
Bilanz (Mio. EUR)							
Geschäfts- oder Firmenwert	84,0	80,9	104,2	106,4	108,9	108,9	108,9
Übrige immaterielle Vermögenswerte	4,5	9,1	11,6	11,3	9,9	8,4	6,9
Anlagevermögen	106,9	108,7	139,0	146,5	150,7	152,2	154,2
Sonstige Finanzanlagen	1,1	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Net Working Capital	38,3	36,7	45,9	64,9	73,7	81,5	92,8
Liquide Mittel	10,1	8,6	7,3	5,4	4,6	4,1	3,6
Gesamte Finanzverbindlichkeiten	58,7	50,7	56,2	78,1	83,1	82,1	81,1
Eigenkapital	80,3	89,3	120,2	119,0	126,2	136,0	149,9
Summe Passiva	185,9	196,0	265,7	283,9	298,5	311,2	328,1
Nettoverschuldung / (Nettoliquidität) GJ-Ende	48,6	40,8	47,7	72,5	78,3	77,8	77,3
Kapitalflussrechnung (Mio. EUR)							
Nettoergebnis	10,7	11,5	12,2	8,6	9,2	11,7	17,9
Abschreibungen	3,1	4,6	6,6	7,9	8,3	8,5	9,0
Veränderung Working Capital	3,3	-10,9	-26,6	-11,8	-8,8	-7,7	-11,4
Operativer Cash-flow	14,2	8,5	0,5	7,0	9,0	13,0	16,0
Investitionen in das Anlagevermögen	-7,5	-4,8	-8,2	-10,8	-10,0	-10,0	-11,0
Freier Cash-flow	6,8	3,7	-7,8	-3,9	-1,0	3,0	5,0
Dividendenzahlung	-4,5	-4,5	-5,6	-7,7	-2,0	-2,0	-4,0
Nettoverschuldung / (Nettoliquidität) GJ-Ende	48,6	40,8	47,7	72,5	78,3	77,8	77,3
Bewertungskennzahlen							
EV / Umsatz	0,6	0,7	0,5	0,6	0,5	0,5	0,4
EV / EBITDA	5,7	6,0	5,0	7,8	6,4	5,6	4,3
EV / EBIT	6,6	7,3	6,4	11,4	9,4	7,7	5,6
KGV	6,3	8,7	7,7	14,1	10,5	8,3	5,4
KBV	0,9	1,1	0,8	1,0	0,8	0,7	0,6
ROCE	12,6 %	14,0 %	13,4 %	8,4 %	8,4 %	9,8 %	12,9 %
Dividendenrendite	6,7 %	5,3 %	7,2 %	1,7 %	2,1 %	4,1 %	6,9 %
FCF Rendite	9,7 %	3,5 %	-7,3 %	-3,2 %	-1,0 %	3,1 %	5,2 %
Bilanzkennzahlen							
Nettoverschuldung zu EBITDA	2,3	1,7	1,6	2,9	3,0	2,6	2,0
Verschuldungsgrad	60,5 %	45,7 %	39,7 %	60,9 %	62,0 %	57,2 %	51,6 %
Eigenkapitalquote	43,2 %	45,5 %	45,2 %	41,9 %	42,3 %	43,7 %	45,7 %

Quelle: Euromicron, LBBW Research

GUIDANCE - EUROMICRON

Für die Jahre 2013 und 2014 plant euromicron ein organisches Wachstum von 5 bis 10% p.a. bevor nach Abschluss der Phase der operativen Stukturierung und strategischen Integration in den nachfolgenden Jahren auch mittels Akquisitionen die 500-Mio.-EUR-Umsatzmarke angestrebt wird. Die EBITDA-Marge wird 2013/14 in einer Spanne von 8 bis 11% erwartet um in den Folgejahren nachhaltig zwischen 10 und 13% zu liegen.

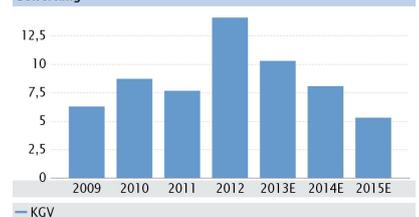
Ergebniskennzahlen



Cash-flow Kennzahlen



Bewertung



Quelle: Euromicron, LBBW Research

RESEARCH TEAM

Stefan Borscheid, CFA, Investmentanalyst
+49 711 127-76791, stefan.borscheid@lbbw.de

Thomas Hofmann, CEFA, Investmentanalyst
+49 711 127-42775, thomas.hofmann@lbbw.de

Mirko Maier, Investmentanalyst
+49 711 127-73264, mirko.maier@lbbw.de

Ralph Szymczak, Investmentanalyst
+49 711 127-70558, ralph.szymczak@lbbw.de

Inhaltsverzeichnis

Euromicron

INHALTSVERZEICHNIS

Unternehmensdaten: Finanzkennzahlen	02
Inhaltsverzeichnis	03
Investment Case: Zusammenfassung	04
Unternehmensbeschreibung: Kernthemen	05
Märkte: Aktuelle Trends.....	10
Aktuelle Geschäftsentwicklung: Kernthemen.....	12
Finanzkennzahlen: Gewinnperspektiven	15
Bewertung: Berechnung Fairer Wert.....	17
Anhang: Gewinn- und Verlustrechnung.....	21
Anhang: Bilanz	22
Anhang: Kapitalflussrechnung	23

Investment Case

Zusammenfassung

Euromicron

euromicron agiert als ein dynamisch wachsender Spezialist im deutschen und perspektivisch auch im europäischen Netzwerkmarkt, der aufgrund des explodierenden Datenvolumens mittelfristig glänzende Aussichten verspricht. Das zu einem wesentlichen Teil auf Akquisitionen beruhende Wachstum macht - wie aktuell - allerdings eine temporär ergebnisbelastende Integration der Übernahmen erforderlich. Dies wird u. E. aktuell von den Marktteilnehmern überwertet, so dass wir die Aktie in der Erwartung einer deutlichen Ergebnissteigerung ab 2015 mit Kaufen einstufen (Kursziel 16 EUR). Das anorganische Wachstum könnte mittelfristig allerdings eine weitere Kapitalerhöhung erforderlich machen.

Verhaltener Start in das laufende Geschäftsjahr: Die laufende Integrations- und Restrukturierungsphase beeinträchtigt in Verbindung mit einer partiell zurückhaltenden Nachfrage aktuell sowohl die Umsatz- als auch die Ergebnisentwicklung. Wir sind allerdings der Meinung, dass a) die Investitionsneigung in eine moderne Netzwerkinfrastruktur kurz- bis mittelfristig wieder spürbar anziehen wird (explodierende Datenvolumina in den Netzen) und b) euromicron als ein Spezialist mit hoher Wertschöpfungstiefe überproportional von diesem Trend profitieren kann. Per saldo rechnen wir somit nach Abschluss der Integrationsphase mit deutlich höheren Ergebnismargen bei signifikant höherem Umsatzvolumen.

Kaufen mit Kursziel 16 EUR: Auf Basis unserer Prognosen haben wir anhand eines Peergroup-Vergleichs und unseres DCF-Modells einen fairen Wert von 16 EUR ermittelt, der gleichzeitig auch unser Kursziel darstellt. Dabei haben wir mit Blick auf die aktuelle, margenbelastende Integrationsphase längerfristige Ertragspotenziale bewusst nur unterproportional in die Bewertung einfließen lassen.

Risiken für unseren Investment case: Trotz der guten Branchenaussichten und der Positionierung von euromicron sehen wir einige Risiken. So bringen Übernahmen grundsätzlich Risiken hinsichtlich der Integration mit sich, die aktuelle Investitionszurückhaltung könnte länger andauern als erwartet und schließlich halten wir im Fall einer größeren Übernahme mittelfristig eine weitere Kapitalerhöhung für sehr wahrscheinlich.

Unternehmensprofil

Als Netzwerkspezialist bietet euromicron maßgeschneiderte und herstellerunabhängige end-to-end Lösungen für Abnehmer aus den verschiedensten Branchen. Dabei vereint das Unternehmen Entwicklungs-, Produktions-, Beratungs-, Umsetzungs- und Distributions-Know-how auf höchstem Level. 2012 erzielte euromicron mit durchschnittlich 1.700 Mitarbeitern einen Umsatz von 330 Mio. EUR. Mehr als 90% des Umsatzes wurde dabei im Inland erzielt. Die Ergebnisentwicklung ist aktuell von einem umfangreichen Maßnahmenbündel zur Integration von Übernahmen und einer konjunktur- bzw. regulatorisch bedingten Investitionszurückhaltung beeinträchtigt.

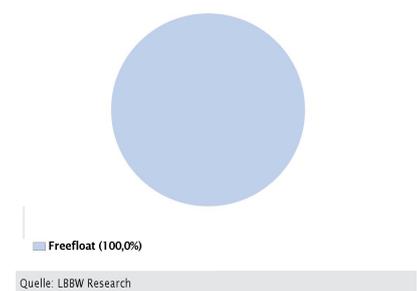
PROS

++	Stetig wachsender Markt
+	Know how für alle Übertragungsmedien
+	Guter M&A Track record
+	Klare Wachstumsstrategie

CONS

--	Bilanzrelationen durch M&A beeinträchtigt
-	Niedrige Cashflow-Marge
-	Integrationsphase drückt Ergebnismarge
-	Mittelfristig weitere Kapitalerhöhung absehbar

Aktionärsstruktur



Unternehmensbeschreibung

Kernthemen

Euromicron

Unternehmenshistorie

Das Unternehmen wurde 1994 von der Berliner Elektro-Holding als Führungsgesellschaft für den Bereich Elektrotechnik gegründet. Unter dem Dach der damaligen Berliner Elektrotechnik GmbH wurden zunächst 40 Gesellschaften geführt. 1996/97 begann die Ausrichtung auf drei technologisch führende und ertragsstarke Kerngeschäftsfelder. 1998 erfolgte die Umfirmierung in die euromicron AG communication & control technology und der Gang an die Frankfurter Wertpapierbörse im Segment Neuer Markt. Im ersten Geschäftsjahr an der Börse erzielte euromicron mit knapp 1.200 Mitarbeitern einen Umsatz von 138 Mio. EUR bei einer operativen Rendite (EBITDA) von 14,5%. Die Nettomarge lag bei 3,3%. Das Unternehmen beanspruchte für sich eine technologische Führungsposition auf den Wachstumsmärkten Lichtwellenleitertechnik und Energiemanagement sowie in hochspezialisierten Marktnischen der Prüf- und Regeltechnik.

Die folgenden Jahre waren geprägt durch Akquisitionen, Integration, Hebung von Synergieeffekten, aber auch durch eine strategische Neuausrichtung mit den damit zusammenhängenden Restrukturierungsmaßnahmen und Unternehmensverkäufen. Hinzu kam noch eine mehrjährige konjunkturbedingte Nachfrageschwäche. Mit der Vorlage der Geschäftszahlen 2005 und der Beendigung der mehrjährigen Neuausrichtung kündigte das Management flankiert von einer Belebung der Nachfrage und einer Wiederaufnahme der Akquisitionstätigkeit (Buy and Build-Strategie) die Rückkehr zu Wachstum bei Umsatz und Ertrag an. Basis war die Fokussierung auf Netzwerk- und Lichtwellenleitertechnologie mit den Geschäftsbereichen a) Komponenten und Konfektionierung, b) Projekte und Systeme sowie c) Distribution und Dienstleistung. Mit rund 800 Mitarbeitern erzielte euromicron 2005 einen Umsatz von 114 Mio. EUR bei einer EBITDA-Marge von 6,5%. Zudem hatte sich der langjährige Großaktionär AdCapital AG von seiner 80%-Beteiligung an euromicron getrennt, womit der Free Float auf über 90% anstieg.

2006 wurden dann für etwa 16 Mio. EUR neun Unternehmen akquiriert mit einem Jahresumsatz von 30 Mio. EUR und einem EBIT von mehr als 4,5 Mio. EUR, womit sukzessive die internationale Präsenz ausgeweitet wurde (Frankreich, Polen, Singapur, Dubai). 2008 wurde die Phase „Buy“ mit weiteren gezielten Zukäufen nahezu abgeschlossen und rückte ab 2009 zu Gunsten von integrativen, Effizienz steigernden Maßnahmen (u. a. eine einheitliche IT-Plattform) in den Hintergrund. Hierfür setzte sich das Management einen Zeithorizont von 2 bis 3 Jahren. 2010 knackte euromicron die 200 Mio. EUR-Marke beim Umsatz und erzielte mit 11,9% die höchste EBITDA-Marge seit 2003. Bereits im nächsten Jahr konnte euromicron den Umsatz auf über 300 Mio. EUR ausweiten, wozu neben organischem Wachstum (10%) auch die (vorzeitige) Übernahme der telent GmbH beitrug. Zur Finanzierung dieser Übernahme wurden erneut die Aktionäre in Form einer Kapitalerhöhung herangezogen. Für die beiden Geschäftsjahre 2012/13 wurde nach der temporär Margen verwässernden Übernahme der telent die Steigerung der Ertragskraft auf die Zielmarge von 8-11% (EBIT) in den strategischen Mittelpunkt gestellt. Im letzten Geschäftsjahr erzielte euromicron mit durchschnittlich 1700 Mitarbeitern einen Umsatz von 330 Mio. EUR. Die Integration von telent sowie eine weitere Optimierung und Konsolidierung der Unternehmensstrukturen belasteten jedoch die Ergebnisqualität, so dass die EBITDA-Marge deutlich auf 7,6% (EBIT-Marge 5,2%) sank.

Start 1994 als Berliner Elektrotechnik GmbH**Umfangreiche strategische Neuausrichtung zu Beginn des neuen Jahrtausends****Jüngere Entwicklung geprägt von akquisitorischem Wachstum und den damit zusammenhängenden Integrationsmaßnahmen**

Unternehmensbeschreibung

Kernthemen

Euromicron

Aktionärsstruktur

Die Aktie von Euromicron befindet sich gemäß der Definition der Deutschen Börse zu 100% in Streubesitz und zählt nach der Aufnahme in den TECDAX mit einer Marktkapitalisierung von knapp 100 Mio. EUR zu den kleineren Werten im Technologie-Index.

Management

Der Vorstand der euromicron AG besteht aus 2 Mitgliedern. Dr. Willibald Späth als Vorsitzender ist für die Bereiche Strategie, Akquisitionen, Finanzen, Öffentlichkeitsarbeit und Investorenbeziehungen verantwortlich, während Herr Thomas Hoffman die Bereiche Strategischer Vertrieb und Marketing, Business Development und Internationalisierung, IT und Prozessoptimierung sowie Bereiche der Kapitalmarktkommunikation verantwortet. Herr Dr. Späth begleitet die Vorstandsposition seit dem 1. April 2000, Herr Hoffmann wurde zum 30. Juni 2009 zum Vorstandsmitglied bestellt und war zuvor bereits im Führungsteam der euromicron AG für den Bereich Strategie und Integration sowie als Geschäftsführer der Beteiligungsgesellschaft SKM Delwave GmbH verantwortlich.

Abnehmerbranchen und -regionen

Aufgrund der branchenübergreifend hohen Bedeutung von Netzwerktechnologien bedient euromicron wesentliche Schlüsselindustrien. Abnehmer aus den Branchen Transport, Logistik und Luftfahrt stellen die bedeutendste Abnehmergruppe dar (LBBWe: ~ 30% Umsatzanteil) gefolgt von öffentlichen Körperschaften/Gesundheitswesen (20%). Eine erhöhte Abhängigkeit von einzelnen Kunden besteht daher nicht, lediglich die Deutsche Bahn AG trägt mit etwa 10% einen signifikanten Anteil zum Umsatz bei.

Obwohl euromicron in mehreren europäischen Ländern mit eigenen Niederlassungen (Polen, Frankreich, Österreich, Italien) und ein internationales Projekt- und Beschaffungsgeschäft betreibt liegt der Umsatzschwerpunkt von euromicron klar in Deutschland mit einem Anteil von etwa 91% per Ende 2012. Etwa 8% des Umsatzes werden in der restlichen Euro-Zone erzielt und nur ca. 1% außerhalb.

Geschäftsprofil

Als ein Spezialist für Netzwerkinfrastrukturen realisiert euromicron maßgeschneiderte und herstellerunabhängige end-to-end Netzwerke für Kommunikations-, Übertragungs-, Sicherheits- und Datenetze. Jedes Netz ist eine individualisierte, hochkomplexe Lösung aus Übertragungsmedien (Kupfer, Funk, Glasfaser, Kunststofffaser) in Kombination mit Verbindungs- und Steuerungstechnik sowie Speichermedien. Hierzu werden auf allen verfügbaren Übertragungswegen anforderungsgerecht Aktiv- und Passivtechniken kombiniert. euromicron beherrscht bei der Übertragung von Daten, Sprache und Bildern die gesamte Prozesskette (Entwicklung, Produktion, Beratung, Umsetzung, Distribution) und verbindet diese Kompetenz mit branchenspezifischem Know how.

Neben der euromicron AG als Muttergesellschaft wird die Geschäftstätigkeit in die (Berichts-)Segmente Süd, Nord und WAN services aufgeteilt. Innerhalb dieser Segmente existieren 23 Gesellschaften (per Ende 2012), was die Umsatz- und Ertragsprognosen entsprechend erschwert. Das Produkt- bzw. Leistungsprofil von euromicron ist in die Kompetenzbereiche **Komponenten**, **Lösungen** und **Services** gegliedert.

Streubesitz 100%

Kontinuität im Management

Abnehmerstruktur



Maßgeschneiderte, herstellerunabhängige end-to-end Lösungen

Unternehmensbeschreibung

Kernthemen

Euromicron

Komponenten

euromicron entwickelt und produziert hochwertige aktive und passive Komponenten für die optische Übertragungstechnik. Diese kommen in der Daten-, Kommunikations-, Laser-, Mess- und Automatisierungstechnik sowie z.T. auch in Umgebungen mit speziellen Anforderungen wie z.B. Industrie, Transport & Bahn, Bergbau oder Militär zum Einsatz. Darüber hinaus produziert euromicron Werkzeuge für die Kabel- und Drahtindustrie und konfektioniert Datennetzwerkkomponenten, Kupfer- und Glasfaserkabel.

- Marktführerschaft in Deutschland für hochwertige optische Verbindungstechnik
- LWL-Verkabelungstechnik und konfektionierte Komponenten in höchster Qualität, z.B. für Rechenzentren, im Carrierumfeld und Healthcarebereich
- Aktive, optische Netzwerkkomponenten im High-End-Bereich für ausgewählte Spezialgebiete, z.B. im Industrie- und Office-Einsatz
- Vernetzte Arbeitsplatzsysteme, Prüf und Testeinrichtungen sowie Monitoring-Stationen

Lösungen

Im Projekt- und Systemgeschäft bietet euromicron kundenspezifische und gleichzeitig systemübergreifende Lösungen und Services aus einer Hand an.

- Komplette Lösungen für alle Arten von Kommunikations-, Übertragungs-, Daten- und Sicherheitsnetzen
- Herstellerunabhängige, maßgeschneiderte Integration aktiver und passiver Netzwerktechnik für Kunden aller Branchen
- Kombination aller Medien wie Glasfaser, Kupfer- und Funktechnik zu einem Netzwerk
- Konzeption, Planung, Beratung, Installation, Montage, Service, Wartung von betriebsinternen und betriebsexternen Netzen
- Netzwerkmanagement aus einer Hand durch Top 24-Stunden Service Center

Distribution/Services

Als Lieferant kundengerechter, hochwertiger Systemlösungen und deren Komponenten kann euromicron auf eine umfassende Einkaufskompetenz, unabhängige Fachberatung und State-of-the-art Logistik verweisen.

- Profunde Kenntnis des internationalen Beschaffungsmarktes aktiver und passiver Netzwerkkomponenten
- Solide, langfristige und partnerschaftliche Lieferantenbeziehungen
- Eigene zertifizierte LWL- und CU-Verkabelungssysteme
- Technisch hochkompetente, herstellerunabhängige Kundenberatung, Schulung und Service in Netzwerkfragen

Distribution und Competence Center für NEC VoIP und UC-Lösungen

Lösungskomponenten nach kundenspezifischer Einteilung:

- **Security- und Video-Solutions:** Sicherheitssysteme gegen Brand, Einbruch und Hackerangriffe
- **Mobile-Solutions:** Smarte Lösungen für GSM, UMTS- und BOS-Technik, PMR
- **Cabling-Solutions:** Vorkonfigurierte Verkabelungssysteme für alle Anwendungen

Control-Solutions: Sicherheitssysteme für Rechenzentren, Kontroll- oder Prozessleitsysteme

- **Home-Solutions:** Hochgeschwindigkeitszugänge zu Endhaushalten, FTTH
- **VoIP und UC-Solutions:** Lösungen für Sprach- und Datenkommunikation sowie vernetztes Arbeiten
- **eHealth-Solutions:** Mobile Seniorennotruf- und Ortungssysteme mit Datentransfer, Kommunikations- und Mediensysteme
- **Monitoring-Solutions:** Überwachungs-, Datenübertragungs- und Ortungssysteme z.B. im Strafvollzug, für bewegliche Güter und Fahrzeuge
- **Data Center-Solutions:** Komplette Infrastrukturen für Rechenzentren
- **Managed Services:** Überwachung und Betrieb, NOC-Services

Unternehmensbeschreibung

Kernthemen

Euromicron

Strategie

Nach der strategischen Neuausrichtung zu Beginn des Jahrtausends hat sich euromicron vom kompetenten Nischenanbieter zu einem mittelständischen Technologiekonzern mit europäischen Ambitionen entwickelt. Fehlende technologische Kompetenzen wurden durch systematische Zukäufe ergänzt, wodurch das Portfolio als herstellerunabhängiger Systemintegrator Schritt für Schritt vertieft wurde. Phasen starken (akquisitorischen) Wachstums wurden dabei von Phasen der Integration und Optimierung der Unternehmensstruktur abgelöst. Nach der früher als ursprünglich geplanten Übernahme der telent in 2011 startete 2012 die 2-3jährige Build-and-Integrate-Phase im Rahmen der Agenda 500 hinter der sich ein für 2015 erwarteter annualisierter Umsatz von 500 Mio. EUR bei einer Ziel-EBITDA-Marge zwischen 10 und 13% verbirgt.

Über die aktuell laufende Integrationsphase hinaus strebt euromicron grundsätzlich eine nachhaltige und konsequente Weiterentwicklung zu einem europäischen Player an:

- **Neue Leistungen:** Aufbau neuer Leistungen durch Nutzung von Lizenzen, Patenten, Akquisitionen und Partnerschaften
- **Neue Märkte:** Einstieg in neue Märkte wie den Breitbandmarkt, den Gesundheitsmarkt, den Energiemarkt (Smart Grid) oder den Markt für Elektromobilität
- **Laufende Reviews:** Permanente Reviews von Märkten, Technologien, Produkten, Dienstleistungen, Prozessen, und Strukturen
- **Weiteres Wachstum:** Ausbau von Technik, Marktzugang und Marktvolumen mit weiterer Internationalisierung
- **Finanzoptimierung:** Optimierung von Bilanzrelationen, Anpassen der Finanzierung an das weitere Wachstum

Historische Geschäftsentwicklung

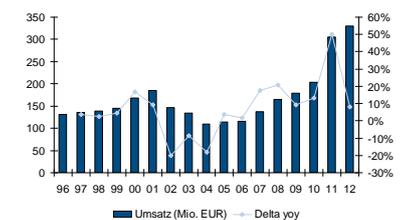
Die historische Umsatzentwicklung von euromicron lässt sich u. E. in drei Phasen unterteilen. Bis 2001 legte der Umsatz um durchschnittlich etwa 7% p.a. auf 185 Mio. EUR zu. Danach hinterließ die bereits erwähnte strategische Neuausrichtung ihre Spuren in der Umsatzentwicklung. Die Portfoliobereinigung und Fokussierung auf Netzwerktechnik ließ die Erlöse in den folgenden 3 Jahren auf 110 Mio. EUR sinken. Danach folgte zunächst ein moderates Wachstum auf 116 Mio. EUR in 2006. Die folgenden Jahre waren geprägt von überwiegend zweistelligen Zuwachsraten wobei das Jahr 2011 mit einem Plus von knapp 50% durch die Übernahme von telent die Wachstumsspitze darstellte.

Klammert man hingegen die Bereiche aus, die in der Phase der strategischen Neuausrichtung veräußert wurden und berücksichtigt nur das frühere Geschäftsfeld Lichtwellenleiter/Sicherheitstechnik auf das die heutige euromicron zurückzuführen ist, zeigt sich ein völlig anderes Bild. Die Wachstumsraten lagen mehrheitlich im zweistelligen Bereich, Umsatzrückgänge (2000 und 2003) bildeten die Ausnahme. Bereinigt um die mittlerweile nicht mehr zum Kerngeschäft zählenden Aktivitäten konnte euromicron somit seit 1998 den Umsatz mehr als verzehnfachen, die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate liegt bei 19%.

Wesentliche Punkte der aktuellen Build-and-Integrate-Phase:

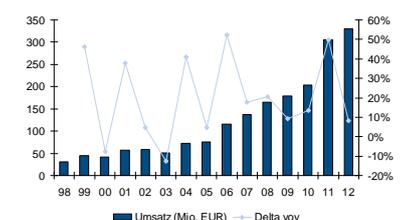
- Weiterer Aufbau von Competence- und Shared Service Centern
- Umbau der Führungs- und Management-Strukturen
- Akquisition von Spezialfähigkeiten
- Optimierung der Kapitalbindung
- Professionalisierung von Prozess- und IT-Modell
- Standortoptimierungen
- Weitere Anpassung an Governance Erfordernisse

Umsatzentwicklung (unbereinigt)



Quelle: euromicron, LBBW Research

Umsatzentwicklung (vergleichbar)



Quelle: euromicron, LBBW Research

Unternehmensbeschreibung

Kernthemen

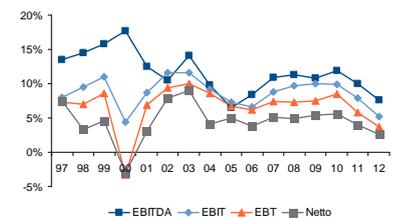
Euromicron

Bei der Betrachtung der historischen Ergebnis- bzw. Margenentwicklung fällt auf, dass die hohen operativen Margen (EBITDA) der Jahre bis 2003 in den darauf folgenden Jahren nicht mehr erreicht werden konnten. In der heutigen Aufstellung schwankte die EBITDA-Marge seit 2004 zwischen 6,5% (2005) und 11,9% (2010). Der Rückgang der letzten beiden Jahre ist einerseits auf die Übernahme der telent zurückzuführen, die zu einem rückläufigen Anteil des hochmargigen Geschäfts mit eigenen Komponenten führte und andererseits bereits 2012 Integrationsaufwendungen im Rahmen der laufenden Build-and-Integrate-Phase anfielen. Die EBIT-Marge, für die das Management eine Zielgröße von 8 bis 11% in Aussicht stellt, bewegte sich in dem Zeitraum von 2004 bis 2012 zwischen 5,2% (2012) und 10% (2009). Positiv hervorzuheben ist, dass euromicron das Krisenjahr 2009 ohne spürbare Ergebniseinschnitte abschloss.

Ein weiterer auffälliger Punkt ist die tendenziell steigende Zinsbelastung im Zahlenwerk von euromicron. Im Zeitraum 2004 bis 2006 zehrte das negative Finanzergebnis weniger als 10% des EBIT auf. 2012 schmälerte das Finanzergebnis das EBIT hingegen um stattliche 28%, wobei euromicron in der jüngeren Vergangenheit von dem sehr niedrigen Zinsniveau profitierte. Die in 2013 fälligen Rückzahlungen von Bankverbindlichkeiten in Höhe von 31 Mio. EUR sind durch ungenutzte Kreditlinien ohne Laufzeitbegrenzung in Höhe von 57 Mio. EUR gesichert.

Diese Entwicklung ist darauf zurückzuführen, dass der Free Cashflow, der in den letzten 10 Jahren durchschnittlich lediglich etwa 2% der Umsatzerlöse ausmachte, nicht ausreichte, die Investitionen in Akquisitionen und die Dividendenausschüttungen zu kompensieren. Daher stieg die Nettoverschuldung in den letzten Jahren trotz zwei Kapitalerhöhungen (2010 und 2011) kontinuierlich an. Mit 75,7 Mio. EUR per Ende 2012 übersteigen sie das EBITDA um etwa das Doppelte (Net debt / EBITDA 300%).

Margenentwicklung

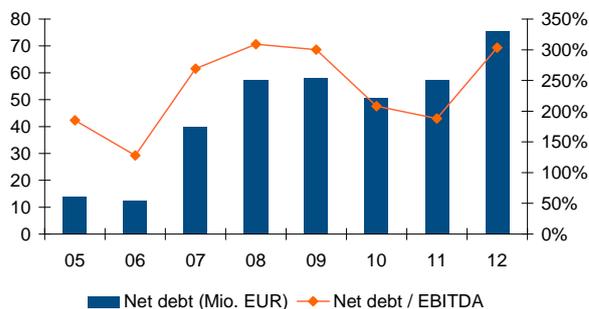


Quelle: euromicron, LBBW Research

Fälligkeitsstruktur der Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten

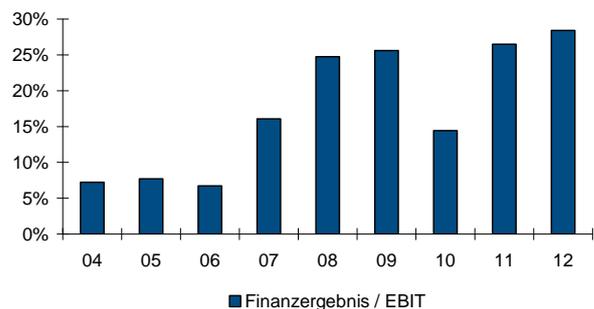
Bis 1 Jahr:	31,0 Mio. EUR
Über 1 bis 2 Jahre:	4,7 Mio. EUR
Über 2 bis 5 Jahre:	27,9 Mio. EUR
Über 5 Jahre:	5,0 Mio. EUR

Nettoverschuldung (absolut und in Relation zu EBITDA)



Quelle: euromicron, LBBW Research

Finanzergebnis / EBIT



Märkte

Aktuelle Trends

Euromicron

Wachsender Datenhunger erfordert Ausbau der Übertragungswege

Gemäß der Kernkompetenz von euromicron wird die Geschäftsentwicklung maßgeblich durch die Entwicklung des Marktes für Netzwerkinfrastruktur aus den unterschiedlichsten Übertragungsmedien beeinflusst, wobei Glasfasernetze das für euromicron wichtigste Medium darstellen dürften. Hierbei wiederum ist der wachsende Datenhunger seitens Unternehmen (Big Data, Cloud Computing), öffentlicher Körperschaften, privater Haushalte (Smartphones, FTTH) und immer stärker auch technischer Geräte selbst (Internet der Dinge, Machine-to-Machine-Kommunikation) das alles dominierende Element. Von den Marktforschern und Marktteilnehmern (u. a. IDC, Cisco) wird daher einhellig ein auch weiterhin explosionsartig wachsendes Datenvolumen erwartet. Diese Entwicklung erfordert zwangsläufig einen Ausbau der Übertragungskapazitäten.

Schon in den vergangenen Jahren sind Datenvolumen und Vernetzungsgrad um ein Vielfaches gestiegen. Studien u.a. von IDC, Cisco, EMC gehen davon aus, dass sich der Internetverkehr in den nächsten Jahren um einen signifikanten zweistelligen Prozentbeitrag steigert (im Mittel etwa 30% p.a.). Der globale IP-basierte Datenverkehr soll 2016 mit einem Volumen von 1,3 Zettabyte pro Jahr (das sind 1,3 Billionen Gigabyte) beziehungsweise 110 Exabyte pro Monat (das sind 110 Milliarden Gigabyte) den Vergleichswert aus dem Jahr 2011 um fast das Vierfache übersteigen.

Nur mit Glasfaser ist die Übertragung dieser Datenmengen u.E. zu bewältigen. Der Vorteil dieses Übertragungsmediums ist die nahezu unbegrenzte Bandbreite. Für die einzelnen Datenkanäle nutzt es das Farbspektrum des Lichts, mit einer Kanalbreite von weniger als einem halben Nanometer. Photonische Kommunikationsnetze sind somit das Rückgrat der globalen Wirtschaft. Der Anschluss an Glasfasernetze wird immer stärker zu einem wesentlichen Wettbewerbsfaktor. Die Bedeutung von photonischen Netzwerken dürfte dabei auch jenseits der großen Übertragungswege weiter zunehmen. Das Entstehen des Cloud Computing wäre ohne die von der Photonik bereitgestellten Bandbreiten wohl gar nicht möglich gewesen. Umgekehrt fördert diese Entwicklung die zu speichernden und zu verarbeitenden Datenmengen in Servern und die Kommunikation zwischen den Servern. Dies stellt neue Anforderungen an Flexibilität, Skalierbarkeit und Energieeffizienz der Netzwerke und ihrer Komponenten. So wächst der Einfluss der photonischen Technologien auch innerhalb der Datacenter bei kleinen und kleinsten Übertragungstechniken weiter an. Ihre Lösungen sind optische Interconnects, Chip-zu-Chip-Verbindungen und On-Chip-Photonik.

Neben ihrem nicht mehr wegzudenkenden Einfluss in der modernen Telekommunikationstechnologie ermöglichen die photonischen Technologien durch ihre besonderen Eigenschaften in der Übertragungstechnik auch die modernen Entwicklungen in der Industrie. Konzepte wie die Industrie 4.0 verlangen nach einem starken Ausbau der Maschine-zu-Maschine-Kommunikation über das Internetprotokoll. Maschinen und Anlagen bis hin zu kleinsten Sensoren müssen integriert werden. Die Zahl der vernetzten Geräte steigt damit in heute kaum vorstellbare Größenordnungen. Die angestrebten Fertigungsgeschwindigkeiten verlangen nach einem extrem schnellen Datentransfer. Auch die Transformation heute noch „dummer“ Stromleitungen in eine intelligente Netzinfrastruktur und ihre Fortsetzung in jeden einzelnen Haushalte, wie sie durch Smart Grid und Smart Metering verfolgt werden, erhöhen die Datenmengen in Unter-

Starke Megatrends treiben den Bedarf an Netzwerkinfrastruktur

Markttreiber

- LTE
- Smartphones
- FTTH
- Cloud Computing
- ITK Performance
- IP-Standardisierung

Technologische Trends

- Mobile Internet / Computing
- Markteintritt von Digital Natives
- Big Data
- Internet der Dinge
- Ständiges Produktivitätsstreben
- Analytics, Apps, Services
- "Pay per use"-Modelle

Quelle: euromicron, LBBW Research

Datenvolumen dürfte weiterhin rasant ansteigen

Licht bzw. Glasfaser als Übertragungsmedium der Zukunft

Anzahl der vernetzten Geräte/Maschinen dürfte mit Industrie 4.0 bzw. Internet der Dinge in heute kaum abschätzbare Größenordnungen steigen

Märkte Aktuelle Trends

Euromicron

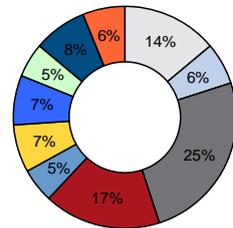
nehmensnetzwerken und brauchen eine schnelle Verarbeitung. Schließlich fordert die hohe Durchdringung des Marktes mit mobilen Endgeräten sowie die zunehmende Dezentralität von Arbeitsorten der Mitarbeiter auch die Umrüstung der letzten Meile von Kupfer- auf Glasfaserverbindungen.

Der Weltmarkt der Systeme und Komponenten für optische Netzwerke machte 2011 rund 5% des gesamten Photonik-Marktes (350 Mrd. EUR) aus. Mitte der neunziger Jahre lagen die Umsätze in der optischen Netzwerkausrüstung noch unter 5 Mrd. EUR. Während des Telekom-Hypes stieg der Markt in den Jahren 1999 und 2000 auf ca. 30 Mrd. USD an, um dann bis 2003 auf 7,6 Mrd. USD zu fallen. Seither erholte sich die Nachfrage, getrieben vom wiederauflebenden Bandbreitenbedarf, auch im Metrobereich. In den Jahren 2005 bis 2011 wuchs der Markt um durchschnittlich 5,1% pro Jahr auf 16,1 Mrd. EUR. Einschlägige Marktforschungsunternehmen erwarten keine grundlegende Änderung der Wachstumsraten in den nächsten Jahren im Vergleich zur jüngeren Vergangenheit. Somit gehen wir ebenfalls von weiteren Wachstumsraten für den Weltmarkt im Bereich von 5% bis 6% jährlich aus.

Weltmarkt der Systeme und Komponenten für optische Netzwerke dürfte mittelfristig weiterhin mit gut 5% p.a. zulegen

Photonik Weltmarkt - Struktur und Wachstum

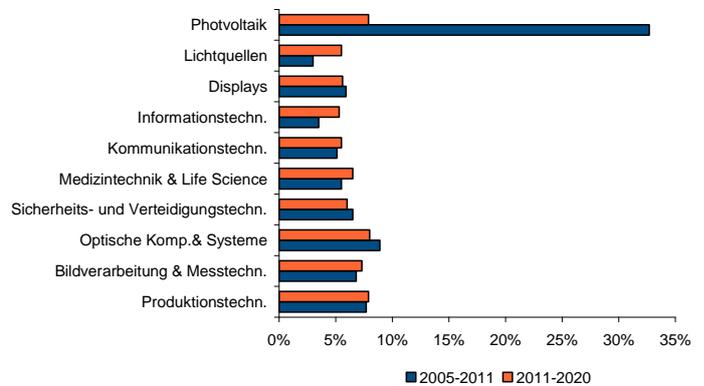
Gliederung nach Anwendungsgebieten



- Photovoltaik
- Displays
- Kommunikationstechnik
- Sicherheits-/Verteidigungstechnik
- Bildverarbeitung/Messtechnik
- Lichtquellen
- Informationstechnik
- Medizintechnik/Life Science
- Opt. Komp. und Systeme
- Produktionstechnik

Quelle: Optech Consulting 2013, LBBW Research

Historisches und erwartetes Wachstum



Aktuelle Geschäftsentwicklung

Kernthemen

Euromicron

Integrationsmaßnahmen beeinträchtigen Ergebnismarge

2012 stellte für euromicron das Startjahr für die zwei- bis dreijährige Build-and-Integrate-Phase dar. Bereits nach der Übernahme von telent hatte das Management darauf hingewiesen, dass die hierfür notwendigen Kosten für die Optimierung und Konsolidierung der Unternehmensstruktur und der damit einhergehende geringere Anteil des margenstarken Herstellergeschäfts am Konzernumsatz zu einer Beeinträchtigung der EBIT-Marge auf maximal 7% (2011: 7,9%) führen wird. Zudem führte ab dem zweiten Halbjahr die Eintrübung des konjunkturellen Klimas in Deutschland und Europa sowie politische Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem Glasfasernetzausbau zu einer ausgeprägten Investitionszurückhaltung wichtiger Kundengruppen.

Trotz dieses eingetrübten Umfeldes gelang es euromicron, den Umsatz um 8% auf 330 Mio. EUR auszuweiten. Dabei zeigten die beiden Segmente euromicron Nord und euromicron Süd jeweils Umsatzrückgänge von gut 4%, die u.E. auf das anspruchsvolle wirtschaftliche Umfeld, aber auch auf hausgemachte Defizite zurückzuführen sind. Lediglich das Segment WAN services, in dem Geschäfte im Bereich der Planung, Installation und Wartung überregionaler Netze zusammengefasst sind, konnte organisch um etwa 10% zulegen. Inklusiv konsolidierungsbedingter Effekte stieg der Umsatz in diesem Segment um 54%. Zum Konzernumsatz trägt somit das Segment Nord 112 Mio. EUR (32%), das Segment Süd 132 Mio. EUR (38%) und das Segment WAN services 103 Mio. EUR (30%) bei. Per saldo konnte euromicron das selbstgesteckte Ziel eines Umsatzes von rd. 330 Mio. EUR erreichen.

Ein ähnliches Bild ergab sich auch bei der Ergebnisentwicklung. Das EBIT des Segments Nord war um 23,7% auf 14,5 Mio. EUR rückläufig und im Segment Süd (-92%) konnte mit 0,5 Mio. EUR sogar nur noch eine schwarze Null erzielt werden. Hintergrund waren insbesondere die Verschiebungen im Bereich der Telekom-Infrastrukturprojekte im Allgemeinen sowie die Umsetzung der Integrations- und Optimierungsmaßnahmen im Segment Süd. Diese haben sich von 1,8 Mio. EUR im Vorjahr um 2,6 Mio. EUR auf 4,4 Mio. EUR erhöht. Die Belastungen kommen im Wesentlichen aus Aufwendungen aus der Anpassung des Mitarbeiterstamms an die zukünftigen Qualitätsbedürfnisse, Einmalkosten im Rahmen der Einführung neuer IT- und Software-Strukturen, Kosten im Zusammenhang mit der Optimierung der Liegenschaftsstruktur sowie den Kosten für eine Vielzahl von kleineren Integrationsmaßnahmen und Einmalaufwendungen. Das Segment WAN services hingegen konnte nach der Restrukturierung im Vorjahr von der erfolgreichen Bündelung der Aktivitäten profitieren und die Segment EBIT-Marge von 6,2% auf 7,7% ausweiten. Absolut stieg das EBIT von 4,1 Mio. EUR auf 7,7 Mio. EUR an. Auf Konzernebene reichte diese Entwicklung allerdings nicht aus, die Schwäche der Segmente Nord und Süd zu kompensieren, so dass das EBIT von 24,2 Mio. EUR im Vorjahr um 29,3% auf noch 17,1 Mio. EUR sank. Die EBIT Marge verminderte sich von 7,9% auf 5,2%. Die Ziel-EBIT-Marge von maximal 7% konnte somit nicht erreicht werden. Grundsätzlich lässt die Segmentaufteilung von euromicron allerdings keine tiefergehende Analyse hinsichtlich der produkt- bzw. abnehmerspezifischen Entwicklung zu.

Dank einer aktiven Nutzung des günstigen Marktumfeldes im Bereich der Finanzierung konnte das Finanzergebnis um 1,5 Mio. auf -4,9 Mio. EUR verbessert werden. Zusammen mit einer nahezu unveränderten Steuerquote von rd. 28% sank die Nettomarge nur um 1,5-Punkte auf 2,7%. Das Ergebnis je Aktie fiel von 2,32 EUR im Vorjahr auf 1,29 EUR.

Eckdaten 2012

Mio. EUR	2012	2011
Umsatz	330,3	305,3
Δ yoy	8,2%	49,9%
Gesamtleistung	329,8	299,8
Δ yoy	10,0%	45,3%
Rohhertrag	158,8	140,2
Marge	48,1%	46,8%
EBITDA	25,0	30,8
Marge	7,6%	10,1%
EBIT	17,1	24,2
Marge	5,2%	7,9%
Net profit	8,6	12,9
Marge	2,6%	4,2%
EPS (EUR)	1,29	2,33
Dividende (EUR)	0,30	1,15
Operativer Cashflow	7,0	0,5
Marge	2,1%	0,2%
Free Cashflow	-3,9	-7,8
Nettoverschuldung	75,7	57,4
Net debt/EBITDA	3,0	1,9

Quelle: euromicron, LBBW Research

Ziel-Ebit-Marge konnte nicht erreicht werden

Aktuelle Geschäftsentwicklung

Kernthemen

Euromicron

Vor dem Hintergrund des schwierigen Marktumfeldes und der Ergebnisbelastungen in der Strukturierungs- und Integrationsphase schlug das Management auf der Hauptversammlung für 2012 eine deutlich niedrigere Dividende in Höhe von 0,30 EUR je Aktie vor (Vj.: 1,15 EUR). Dadurch soll die notwendige finanzielle Flexibilität von euromicron mit Blick auf die geplante weitere Entwicklung unterstützt werden.

Der operative Cashflow stieg 2012 insbesondere aufgrund positiver Effekte bei dem Forderungsmanagement von 0,5 Mio. EUR im Vorjahr auf 7 Mio. EUR an. Der operative Free Cashflow, definiert als Operativer Cashflow abzüglich der nicht akquisitionsbedingten Investitionen, verbesserte sich daher deutlich, blieb mit -3,9 Mio. EUR allerdings unverändert im negativen Bereich (Vj.: -7,8 Mio. EUR). Zur Finanzierung der ebenfalls deutlich reduzierten Akquisitionsvolumina (2,6 Mio. EUR nach 12,4 Mio. EUR in 2011) und der Ausschüttung an die Aktionäre (7,7 Mio. EUR) mussten somit die Finanzverbindlichkeiten netto um rd. 12 Mio. EUR erhöht werden.

Die Bilanz von Euromicron ist durch das starke akquisitorische Wachstum der vergangenen Jahre geprägt. Auf der Aktivseite dominieren die Firmenwerte, die mit 106 Mio. EUR etwa 37% der Bilanzsumme ausmachen und nur leicht über dem Eigenkapital (119 Mio. EUR, Eigenkapitalquote 42%) liegen. Die Nettoverschuldung liegt mit 75,7 Mio. EUR etwa 32% über dem Vorjahresniveau (57,4 Mio. EUR) und beträgt rund das Dreifache des 2012er EBITDA.

Verhaltener Start in 2013

Der Auftakt in das erste Quartal des laufenden Geschäftsjahres verlief ebenfalls verhalten. Einerseits dauerten die Restrukturierungs- bzw. Integrationsmaßnahmen an (Ausbau/Modernisierung der IT-Landschaft, Vereinheitlichung der Prozesslandschaft in den Systemgesellschaften, Etablierung von Competence und Shared Service Centern) und andererseits zeigte das wirtschaftliche Umfeld insbesondere in der Telekommunikationsbranche (Investitionsstau durch ausstehende „Vectoring“-Entscheidung) keine Verbesserungstendenzen. Der Umsatz war um etwa 4% auf 77,4 Mio. EUR rückläufig, wobei die Segmente Nord (-7,9%) und Süd (-6,1%) jeweils etwas stärker verloren, während das Segment WAN services den Umsatz nahezu halten konnte (-2,0%).

Diese Entwicklung schlug sich in der Ergebnisentwicklung nieder, wobei der Vorjahresvergleich durch eine sehr gute Vorjahresbasis beeinträchtigt ist. Das Segment Nord verzeichnete einen Rückgang des operativen Ergebnisses um 18,9% auf 3,4 Mio. EUR und das Segment Süd ein Minus von 50,9% auf 0,9 Mio. EUR. Im Segment WAN services hingegen gelang ein erfreulicher Anstieg des EBIT um 9,6% auf 1,2 Mio. EUR. Per saldo erzielte euromicron auf Konzernebene ein EBIT von 4,1 Mio. EUR nach 5,7 Mio. EUR im Vorjahr. Die EBIT-Marge lag mit 5,3% zwar wiederum deutlich unter dem vergleichbaren Vorjahreswert (7,1%), die Werte aus Q3 und Q4 2012 von 3,3% bzw. 4,8% konnten allerdings übertroffen werden. Die im Ergebnis enthaltenen Sonderbelastungen wurden nicht konkretisiert, dürften unseres Erachtens aber etwa 25% des von uns für das Gesamtjahr erwarteten Betrags von 4,5 Mio. EUR ausmachen. Das Nettoergebnis lag mit 2,2 Mio. EUR (0,33 EUR je Aktie) um 34% unter dem sehr guten Vorjahresniveau (3,4 Mio. EUR bzw. 0,50 EUR je Aktie).

Dividendenkürzung schont Finanzlage

Free Cashflow weiterhin negativ

Nettoverschuldung etwa 3xEBITDA

Eckdaten Q1/2013

Mio. EUR	Q1/13	Q1/12
Umsatz	77,3	80,5
Δ yoy	-3,9%	39,9%
Gesamtleistung	78,3	83,8
Δ yoy	-6,6%	43,5%
Rohhertrag	38,5	38,5
Marge	49,2%	45,9%
EBITDA	6,2	7,5
Marge	8,0%	9,3%
EBIT	4,1	5,7
Marge	5,3%	7,1%
Net profit	2,3	3,5
Marge	3,0%	4,3%
EPS (EUR)	0,33	0,50
Dividende (EUR)	n.a.	n.a.
Operativer Cashflow	-3,0	-8,4
Marge	-3,9%	-10,4%
Free Cashflow	-4,6	-10,2
Nettoverschuldung	82,8	68,4
Net debt/EBITDA	13,4	9,1

Quelle: euromicron, LBBW Research

Aktuelle Geschäftsentwicklung

Kernthemen

Euromicron

Wie bereits im Vorjahr gelang es euromicron erneut, den operativen Cashflow deutlich zu verbessern. Nach -8,4 Mio. EUR in Q1/12 lag nach dem ersten Quartal 2013 bei -3,0 Mio. EUR. Abzüglich der nicht mit Übernahmen im Zusammenhang stehenden Investitionen lag der (operative) Free Cashflow bei -4,6 Mio. EUR nach -10,2 Mio. EUR im Vorjahr. Die Nettoverschuldung stieg im Jahresvergleich um 14,4 Mio. EUR auf 82,8 Mio. EUR an, wobei hier das Management auf gestiegene Projektvorfinanzierungen aus dem operativen Geschäft verweist.

Für das laufende und das nächste Geschäftsjahr erwartet das Management unverändert einen organischen Umsatzzuwachs von jeweils 5 bis 10%. Die EBITDA-Marge soll in diesem Zeitraum in einem Korridor zwischen 8% und 11% liegen, bevor nach Abschluss der laufenden Integrationsphase (ab 2015) wieder ein nachhaltiger Korridor von 10% bis 13% erreicht werden soll. Aus den laufenden Effizienzsteigerungsprogrammen sollen dabei Kosteneinsparungen von 10 Mio. EUR p.a. realisiert werden.

Guidance 2013/14: Umsatz organisch +5 bis +10%, EBITDA-Marge 8 bis 11%, ab 2015 10 bis 13%

Finanzkennzahlen

Gewinnperspektiven

Euromicron

Ergebnistief dürfte durchschritten sein

Grundsätzlich unterstellen wir bei unserer Prognose ein organisches Wachstum am unteren Rand der Management-Guidance von 5 bis 10% pro Jahr. Dabei orientieren wir uns an dem bereits im Marktteil erläuterten erwarteten Wachstum des Weltmarktes von etwa 5% bis 6% p.a. euromicron sollte daher im laufenden Jahr einen Umsatz von 350 Mio. EUR erzielen können (+6,1% yoy), der bis 2015 auf 400 Mio. EUR ansteigen dürfte. Um das im Rahmen der „Agenda 500“ für 2015 avisierte Umsatzvolumen von 500 Mio. EUR zu erreichen, müsste euromicron somit u. E. einen Jahresumsatz von etwa 100 Mio. EUR akquirieren, was wir in unseren Prognosen allerdings nicht berücksichtigt haben.

Ergebnisseitig erwarten wir 2013 ein ähnlich niedriges Margenniveau wie im Vorjahr. Wesentliche Faktoren sind die im Rahmen der Integrationsphase anfallenden Aufwendungen (LBBWe: 4,5 Mio. EUR) einerseits und ein zumindest im ersten Halbjahr zurückhaltendes Orderverhalten von wichtigen Kunden aus der Telekommunikationsindustrie. Hier dürfte eine Erholung unseres Erachtens erst im zweiten Halbjahr einsetzen. Somit sollte das zweite Halbjahr etwa 60% zum Jahresergebnis beitragen. Spätestens 2014 rechnen wir mit einer Normalisierung der Nachfrage seitens der Telekomunternehmen, denn die kontinuierlich steigende Nachfrage nach immer leistungsfähigeren Netzen für Sprach-, Bild- und Datenübertragung bringt den zwingenden Bedarf in Bezug auf eine investitionssichere Netzwerkinfrastruktur mit sich, ohne deren Funktionalität die Leistungs- und Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen stark eingeschränkt und das bestehende Kommunikationsaufkommen im gesellschaftlichen, öffentlichen und privaten Bereich wohl nicht mehr sicherzustellen wäre. Dies wird unseres Ermessens einen Anstieg der EBITDA-Marge um 0,5%-Punkte auf 8,1% ermöglichen, bevor dann 2015 mit dem Auslaufen der Integrationsaufwendungen ein weiterer Anstieg auf knapp 10% realistisch erscheint. Alles in allem liegen wir mit unseren Margenprognosen ebenfalls eher am unteren Rand der Guidance.

Per Saldo rechnen wir für 2013 mit einem Ergebnis je Aktie in Höhe von 1,38 EUR, das 2014 auf 1,76 EUR ansteigen und 2014 2,68 EUR betragen sollte. Die Dividende dürfte 2013 unverändert 0,30 EUR (22% des EPS), um 2014 auf 0,60 EUR (34%) und 2015 auf 1 EUR (37%) anzusteigen. Mit einem Anstieg der Ausschüttungsquote wieder auf 50% des Nettoergebnisses rechnen wir aufgrund der hohen Nettoverschuldung mittelfristig nicht (siehe auch nächstes Kapitel).

Unter der Annahme, dass das optimierte Cash-Management wie 2012 und auch in Q1/13 sich weiterhin positiv auf die Entwicklung des Working capital auswirkt, sollte die operative Cashflow-Marge bis 2015 sukzessive wieder auf 4% ansteigen können. Die Investitionen in die Entwicklung neuer Produkte und Sachanlagen dürften 2013 bis 2015 etwa auf einem Niveau von 10 Mio. EUR bei leicht steigender Tendenz verharren, womit der Free Cashflow 2013 mit -0,5 Mio. EUR noch leicht im negativen Bereich verharren, danach aber positiv ausfallen sollte (2014e: 3 Mio. EUR, 2015e: 5 Mio. EUR). Abzüglich der von uns erwarteten Dividende ergibt sich für 2013 (bei gleichem Bestand an liquiden Mitteln) ein Netto-Finanzierungsbedarf von 5 Mio. EUR. Dies dürfte angesichts freier Kreditlinien von 50,3 Mio. EUR per Ende 2012 auch vor dem Hintergrund der vertraglich für 2013 vereinbarten Tilgungen von 31 Mio. EUR kein größeres Problem darstellen. In den beiden Folgejahren wäre unseres Erachtens ein leichter Abbau der Netto-

Organisches Wachstum von gut 5% unterstellt

Margensituation bleibt zunächst angespannt

Ab 2015 wieder zweistellige EBITDA-Marge erwartet

Leichter Abbau der Netto-Verschuldung möglich bei Ausbleiben weiterer größerer Akquisitionen

Finanzkennzahlen

Gewinnperspektiven

Euromicron

Finanzverschuldung möglich. Per Saldo sollte das Net debt somit 2015 etwa auf dem Niveau aus 2012 liegen. Der Faktor Nettoverschuldung/EBITDA dürfte somit bis 2015 auf etwa 2,0 sinken. Weiteres, moderates akquisitorisches Wachstum wäre somit u. E. aus eigener Kraft zu stemmen, größere Akquisitionen dürften allerdings eine Kapitalerhöhung erforderlich machen. Dies dürfte allerdings frühestens 2015 auf der Tagesordnung stehen. Das genehmigte Kapital hierfür beträgt 2,6 Mio. EUR und würde bei vollständiger Ausnutzung einen Mittelzufluss auf Basis des aktuellen Aktienkurses (ohne Abschlag) einem theoretischen Mittelzufluss von etwa 15 Mio. EUR (1 Mio. Aktien mit Nennwert 2,56 EUR) entsprechen.

LBBW-Prognose für euromicron (Eckdaten)

Mio. EUR	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatz	330,0	350,0	375,0	400,0
Δ yoy	8,1%	6,1%	7,1%	6,7%
Guidance *		+5 bis +10%	+5 bis +10%	~ 500,0
Gesamtleistung	329,8	352,5	377,5	402,5
Δ yoy	10,0%	6,9%	7,1%	6,6%
EBITDA	25,0	26,5	30,5	39,5
Marge	7,6%	7,6%	8,1%	9,9%
Guidance *		8% bis 11%	8% bis 11%	10% bis 13%
EBIT	17,1	18,2	22,0	30,5
Marge	5,2%	5,2%	5,9%	7,6%
Net Profit	8,6	9,2	11,7	17,9
Marge	2,6%	2,6%	3,1%	4,5%
EPS (EUR)	1,29	1,38	1,76	2,68
Dividende (EUR)	0,30	0,30	0,60	1,00
Operativer CF	7,0	9,0	13,0	16,0
Marge	2,1%	2,6%	3,5%	4,0%
Free Cashflow	-3,9	-0,5	3,0	5,0
Nettoverschuldung	75,7	80,7	79,7	78,7
Net debt/EBITDA	3,0	3,0	2,6	2,0

Quelle: euromicron, LBBW Research; Guidance: 2015 inkl. M&A

Bewertung

Berechnung Fairer Wert

Euromicron

Wir haben unter Anwendung eines Peergroup-Vergleichs und unseres DCF-Modells einen fairen Wert der euromicron-Aktie in Höhe von 16 EUR ermittelt. Dabei haben wir den sich aus dem DCF-Modell ergebenden Wert a) mit einem Abschlag von 10% versehen und b) mit 50% gewichtet. Hintergrund hierfür ist die aktuelle, margensbelastende Integrationsphase, die unseres Erachtens einer Einpreisung der langfristigen Ertragspotenziale (noch) entgegen steht. Nichtsdestotrotz impliziert unser Kursziel von 16 EUR ausreichendes Kurspotenzial, um die Aktie von euromicron mit einem Kaufen-Rating einzustufen.

Multiplikatorbewertung

Zur Bewertung von euromicron anhand der Multiplikatoren vergleichbarer Unternehmen haben wir mangels direkt vergleichbarer Wettbewerber hinsichtlich Geschäftsmodell und Unternehmensgröße deutsche und internationale Unternehmen herangezogen, deren Geschäftsentwicklung ebenfalls maßgeblich von der Entwicklung der Investitionen in Kommunikations-Infrastruktur beeinflusst wird. Im Einzelnen sind dies ADVA Optical Networking SE und QSC AG aus Deutschland, Cisco Systems Inc., JDS Uniphase Corp. und Juniper Networks Inc. aus den USA sowie Huber&Suhner AG aus der Schweiz und Ericsson aus Schweden. Zudem wird der Vergleich noch durch die von euromicron aktivierten Entwicklungsaufwendungen verzerrt, die nicht bei allen Vergleichsunternehmen anfallen und die Bewertung somit tendenziell zu hoch ausfallen lassen. Wir haben die stärker am Cashflow orientierten Multiplikatoren (EV/EBITDA, PCF) mit jeweils 40% stärker gewichtet als die beiden Multiples EV/EBIT und KGV (jeweils 10%). Die beiden Schätzzahre 2013 und 2014 haben wir mit der gleichen Gewichtung berücksichtigt. Aus unserem Modell ergibt sich ein fairer Wert je euromicron-Aktie in Höhe von 16,83 EUR. Aufgrund der im Vergleich mit der Mehrheit der Peergroup-Unternehmen geringen Unternehmensgröße sowie der tendenziell wertsteigernden Aktivierung von Entwicklungsaufwendungen preisen wir hierauf einen Abschlag von 10% ein. Der von uns nach dem Multiplikator-Vergleich ermittelte faire Wert der euromicron-Aktie liegt somit bei 15,15 EUR.

Fair value gemäß Peergroup-Vergleich bei 15,15 EUR

Discounted Cashflow-Bewertung

Unser dreistufiges DCF-Modell, das wir zur Bewertung von Euromicron verwenden, ist wie folgt aufgebaut: Die 1. Stufe verwendet unsere detaillierten kurzfristigen Schätzungen für das Unternehmen für das laufende sowie die nächsten beiden Geschäftsjahre. Die 2. Stufe ist die Übergangsphase, in der wir die Schätzungen den langfristigen Annahmen sukzessive annähern. In der 3. Stufe sind unsere langfristigen Schätzungen erreicht (Steady State) und der Free Cashflow wächst (bzw. fällt) mit dem erwarteten langfristigen Prozentsatz. Hier berechnen wir den Terminal Value.

Für euromicron berechnen wir auf Basis einer WACC von 9,7% einen DCF-Wert von 18,71 EUR je Aktie. Dabei fällt auf, dass der Terminal Value 67% des ermittelten Enterprise Values ausmacht. Ein wesentlicher Anteil des Wertes beruht also auf den langfristigen Annahmen. Insbesondere in der aktuellen Integrationsphase dürfte allerdings eine derart langfristig orientierte Bewertung nicht in vollem Ausmaß honoriert werden. Wir preisen daher einen 10%igen Abschlag auf den von uns gemäß unserem

Langfristiges Ertragspotenzial führt zu Fair value gemäß DCF von 18,71 EUR

Bewertung Multiple-Verfahren

Euromicron

DCF-Modell ermittelten Wert ein, woraus sich fairer Wert je euromicron-Aktie in Höhe von 16,84 EUR ergibt.

Die nachstehende Sensitivitätsanalyse dient dazu, Änderungen des Zinsniveaus und der von technologischem Wandel und Wettbewerb abhängigen längerfristigen Wachstumschancen zu analysieren. Dabei wird deutlich, dass der faire Wert auch bei einer Reduktion des erwarteten langfristigen Wachstums und einer Erhöhung des WACC um jeweils 50 Basispunkte mit 17,42 EUR immer noch deutlich über dem aktuellen Kursniveau liegt.

Sensitivitätsanalyse

Wachstum	Wert des EK (Mio. EUR)			Wert Je Aktie (in EUR)		
	Diskontierungszins			Diskontierungszins		
	9,23%	9,73%	10,23%	9,2%	9,7%	10,2%
0,00%	133,1	120,1	108,3	19,97	18,03	16,25
0,50%	138,3	124,7	112,0	20,75	18,71	16,80
1,00%	144,1	129,4	116,1	21,62	19,41	17,42

Quelle: LBBW Research

Fairer Wert (=Kursziel)

euromicron befindet sich aktuell mitten in einer margenbelastenden Phase der Integration und Umstrukturierung. Daher dürften die Marktteilnehmer ihr Augenmerk verstärkt auf die kurz- bis mittelfristige Ergebnisentwicklung legen. Langfristige Ergebnispotenziale sollten folglich eher im Hintergrund stehen, weshalb wir einen 10%igen Abschlag auf den DCF-Wert eingepreist haben. Aus dem Mittelwert zwischen Peergroup-Vergleich (15,15 EUR) und DCF-Modell (16,84 EUR) erhalten wir somit einen fairen Wert von 15,99 EUR, der gerundet gleichzeitig auch unser Kursziel darstellt. Wir stufen die euromicron-Aktie daher in unserer Ersteinschätzung mit Kaufen und einem Kursziel von 16 EUR ein.

Diese Vorgehensweise impliziert aber auch, dass wir nach erfolgreichem Abschluss der Integrationsphase dem sich aus dem DCF-Verfahren ergebenden Wert wieder ein höheres Gewicht beimessen dürften, wodurch sich ceteris paribus weiteres Kurspotenzial ergeben könnte.

In der aktuellen Lage halten wir einen Abschlag von 10% für angebracht

Mittelwert aus Peergroup-Vergleich und DCF-Bewertung führt zu fairem Wert von 15,99 EUR

Kursziel 16 EUR, Rating Kaufen

EQUITY RESEARCH

COMPANY REPORT

Bewertung
Multiple-Verfahren

Euromicron

PEER GROUP KENNZAHLEN

Unternehmen	Jahr (Gewicht)	EV/EBITDA (40%)		EV/EBIT (10%)		PCF (40%)		PER (10%)	
		2013 (50%)	2014 (50%)	2013 (50%)	2014 (50%)	2013 (50%)	2014 (50%)	2013 (50%)	2014 (50%)
ADVA	(14,3%)	3,5	3,0	11,4	7,0	7,3	5,1	17,1	13,0
QSC	(14,3%)	5,0	4,7	14,1	10,7	6,1	5,0	16,0	12,1
Cisco	(14,3%)	6,4	6,2	7,2	6,9	10,2	10,0	12,1	11,6
Ericsson	(14,3%)	6,1	5,4	8,6	7,1	11,0	9,2	15,0	12,3
Huber&Suhner	(14,3%)	8,6	7,7	14,0	11,5	12,3	10,5	19,7	16,3
JDS Uniphase	(14,3%)	11,2	9,6	19,3	16,6	16,2	14,0	25,5	17,9
Juniper Networks	(14,3%)	7,8	6,8	9,6	8,5	14,8	11,3	16,8	14,7
Median		6,4	6,2	11,4	8,5	11,0	10,0	16,8	13,0
Euromicron		6,5	5,7	9,5	7,8	10,7	7,4	10,5	8,2
Abweichung vom Median		1,2%	-9,4%	-17,2%	-8,0%	-2,1%	-25,6%	-37,3%	-36,9%

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

FAIR VALUE MATRIX

Fairer Wert je Aktie (Basis: Peer und Multiple)	EV/EBITDA (40%)	EV/EBIT (10%)	PCF (40%)	PER (10%)
ADVA	(14,3%) 13,9	27,2	9,9	23,3
QSC	(14,3%) 20,6	37,0	8,9	21,7
Cisco	(14,3%) 27,0	21,2	16,6	18,6
Ericsson	(14,3%) 24,4	23,5	16,3	21,2
Huber&Suhner	(14,3%) 34,7	38,2	18,5	28,0
JDS Uniphase	(14,3%) 44,4	53,7	24,6	33,4
Juniper Networks	(14,3%) 31,2	27,1	21,0	24,5
Median	27,0	27,2	16,6	23,3
-Net debt u. Adj.	11,4	11,4	0,0	0,0
Fairer Wert des EK je Aktie Euromicron	15,7	15,8	16,6	23,3
Gewichteter fairer Wert des EK je Aktie	6,27	1,58	6,65	2,33

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

FAIRER WERT JE AKTIE (EUR)

Fairer Wert des EK je Aktie Euromicron	16,83
Prämie/Abschlag zum aktuellen Kurs	15,3 %

Bewertung DCF-Modell

Euromicron

ANNAHMEN		STEADY STATE	
Risikofreier Zinssatz	1,7 %	Steady State Jahr	2021
Risikoprämie	6,0 %	Wachstum Terminal Value	0,5 %
Beta	1,5	EBIT-Marge	7,5 %
Eigenkapitalkosten	10,7 %	Abschreibungsquote	3,0 %
Fremdkapitalkosten	5,8 %	Investitionsquote	3,0 %
Eigenkapitalquote (Ziel)	80,0 %	Net Working Capital-Quote	25,0 %
WACC (in %)	9,7 %	CAGR Umsatz 2012 bis 2021	4,5 %

FREE CASHFLOW (Mio. EUR)	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Umsatz	330,0	350,0	375,0	400,0	420,0	438,9	456,5	472,4	486,6	489,0
Wachstum yoy		6,1 %	7,1 %	6,7 %	5,0 %	4,5 %	4,0 %	3,5 %	3,0 %	0,5 %
EBIT vor Goodwill	17,1	18,2	22,0	30,5	32,3	34,2	36,1	37,8	38,9	36,7
EBIT-Marge	5,2 %	5,2 %	5,9 %	7,6 %	7,7 %	7,8 %	7,9 %	8,0 %	8,0 %	7,5 %
- Steuern auf das EBIT	4,7	5,1	6,2	8,5	9,7	10,3	10,8	11,3	11,7	11,0
Steuerquote	27,8 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
= NOPAT	12,3	13,1	15,8	22,0	22,6	24,0	25,2	26,5	27,2	25,7
+ Abschreibungen	7,9	8,3	8,5	9,0	10,5	11,0	11,4	11,8	12,2	14,7
Abschreibungsquote	2,4 %	2,4 %	2,3 %	2,3 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	3,0 %
- Investitionen (CAPEX)	11,8	10,0	10,0	11,0	12,6	13,2	13,7	14,2	14,6	14,7
in % vom Umsatz	3,6 %	2,9 %	2,7 %	2,8 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
NWC	64,9	73,7	81,5	92,8	100,8	109,7	114,1	118,1	121,7	122,3
in % vom Umsatz	19,7 %	21,1 %	21,7 %	23,2 %	24,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %
delta NWC		8,8	7,7	11,4	8,0	8,9	4,4	4,0	3,5	0,6
Rückstellungen	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	0,9	0,9	1,0	0,5
in % vom Umsatz	0,4 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,1 %
delta Rückstellungen		0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,5
FCF to firm	-9,9	2,6	6,6	8,6	12,7	12,9	18,2	20,1	21,3	24,6
in % vom Umsatz	-3,0 %	0,7 %	1,8 %	2,2 %	3,0 %	2,9 %	4,0 %	4,3 %	4,4 %	5,0 %
Discounted free cashflow	n.a.	2,5	5,7	6,8	9,2	8,5	10,9	11,0	10,6	11,2

WERT JE AKTIE (Mio. EUR)	
Barwert Free Cash-flow Planungsjahre	65,2
+ Barwert Terminal Value	132,7
= Enterprise Value	197,9
Anteil des Terminal Value am Enterprise Value	67,0 %
- Nettofinanzverschuldung	72,7
- Anteile Dritter	0,5
- Pensionsrückstellungen	1,0
+ Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	0,0
+ Sonstige	0,9
= Marktkapitalisierung	124,7
/ Anzahl Aktien (Mio.)	6,66
= Wert je Aktie (EUR)	18,71



Anhang

Finanzkennzahlen: Gewinn- und Verlustrechnung

Euromicron

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG (Mio. EUR)	2011	2012	2013e	2014e	2015e	CAGR 11-15E
Umsatz	305,3	330,0	350,0	375,0	400,0	
Wachstum yoy		8,1 %	6,1 %	7,1 %	6,7 %	6,99 %
Bestandsveränderungen	-7,4	-5,9	0,0	0,0	0,0	
Aktivierete Eigenleistungen	1,9	5,6	2,5	2,5	2,5	
Gesamtleistung	299,8	329,8	352,5	377,5	402,5	
Wachstum yoy		10,0 %	6,9 %	7,1 %	6,6 %	7,64 %
Materialaufwand	-159,6	-171,0	-185,0	-198,0	-209,0	
Rohrertrag	140,2	158,8	167,5	179,5	193,5	
Wachstum yoy		13,3 %	5,5 %	7,2 %	7,8 %	8,39 %
Marge	46,8 %	48,1 %	47,5 %	47,5 %	48,1 %	
Personalaufwand	-76,9	-93,6	-97,0	-104,0	-109,0	
Marge	-25,6 %	-28,4 %	-27,5 %	-27,5 %	-27,1 %	
Sonstige betriebliche Erträge	2,7	2,8	3,0	3,0	3,0	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-35,3	-43,0	-47,0	-48,0	-48,0	
Ergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibung	30,8	25,0	26,5	30,5	39,5	
Wachstum yoy		-18,7 %	5,9 %	15,1 %	29,5 %	6,44 %
Marge	10,3 %	7,6 %	7,5 %	8,1 %	9,8 %	
Sachanlagenabschreibungen / Imm.	-2,9	-3,2	-3,5	-4,0	-4,5	
Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	24,2	17,1	18,2	22,0	30,5	
Wachstum yoy		-29,5 %	6,5 %	20,9 %	38,6 %	5,94 %
Marge	8,1 %	5,2 %	5,2 %	5,8 %	7,6 %	
Finanzergebnis	-6,4	-4,9	-5,0	-5,0	-5,0	
Vorsteuerergebnis (EBT)	17,9	12,2	13,2	17,0	25,5	
Wachstum yoy		-31,5 %	8,0 %	28,8 %	50,0 %	9,32 %
Marge	6,0 %	3,7 %	3,7 %	4,5 %	6,3 %	
Ertragsteuern	-5,0	-3,4	-3,7	-4,8	-7,1	
Ertragsteuersatz	27,7 %	27,8 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	
Minderheiten	-0,7	-0,3	-0,3	-0,5	-0,5	
Nettoergebnis	12,2	8,6	9,2	11,7	17,9	
Wachstum yoy		-29,9 %	7,4 %	27,6 %	52,1 %	9,93 %
Marge	4,1 %	2,6 %	2,6 %	3,1 %	4,4 %	
Durchschnittliche Aktienanzahl	5,9	6,7	6,7	6,7	6,7	
Gewinn je Aktie	2,08	1,29	1,38	1,76	2,68	
Wachstum yoy		-38,0 %	7,0 %	27,5 %	52,3 %	6,59 %
Dividende je Aktie	1,15	0,30	0,30	0,60	1,00	
Wachstum yoy		-73,9 %	0,0 %	100,0 %	66,7 %	-3,43 %

Quelle: Euromicron, LBBW Research

Anhang

Finanzkennzahlen: Bilanz

Euromicron

BILANZ (Mio. EUR)	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Summe Aktiva	265,7	283,9	298,5	311,2	328,1
Sachanlagen	15,1	16,3	18,4	20,4	22,9
Geschäfts- oder Firmenwert	104,2	106,4	108,9	108,9	108,9
Aktivierete Entwicklungskosten	6,6	9,7	10,7	11,7	12,7
Übrige immaterielle Vermögenswerte	11,6	11,3	9,9	8,4	6,9
Aktive latente Steuern	0,5	1,9	1,9	1,9	1,9
Sonstige Finanzanlagen	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Sonstiges Anlagevermögen	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Anlagevermögen	139,0	146,5	150,7	152,2	154,2
Vorräte	25,1	27,5	36,3	40,0	45,0
Forderungen aus Lief. und Leist. und sonst. Vermögensgegen.	88,1	96,8	100,0	108,1	118,4
Wertpapiere	1,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Kurzfristige Steuerforderungen	3,0	4,1	4,1	4,1	4,1
Sonstige Ford. und Vermögenswerte	2,2	3,4	2,5	2,5	2,5
Liquide Mittel	7,3	5,4	4,6	4,1	3,6
Umlaufvermögen	126,8	137,4	147,8	159,0	173,9
Summe Passiva	265,7	283,9	298,5	311,2	328,1
Grundkapital	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0
Kapitalrücklagen	88,8	88,8	88,8	88,8	88,8
Gewinnrücklagen	14,2	12,7	19,9	29,7	43,5
Eigene Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Veränderungen im Eigenkapital	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Eigenkapital	120,2	119,0	126,2	136,0	149,9
Finanzverbindlichkeiten	24,7	37,6	37,6	37,6	37,6
Andere langfristige Finanzverbindlichkeiten - Buchwert am Periodenende	1,5	2,2	2,2	2,2	2,2
Langfristige Pensionsrückstellungen	0,7	1,0	1,0	1,0	1,0
Passive latente Steuern	7,9	7,7	7,7	7,7	7,7
Sonstige Rückstellungen	0,5	1,2	1,2	1,2	1,2
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	10,8	8,0	8,0	8,0	8,0
Langfristige Verbindlichkeiten	46,1	57,6	57,6	57,6	57,6
Verbindlichkeiten aus Lief. und Leist. und sonst. Verbindlich.	31,6	42,9	38,0	40,0	42,0
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	29,8	31,0	36,0	35,0	34,0
Andere kurzfristige Finanzverbindlichkeiten - Buchwert am Periodenende	0,3	7,4	7,4	7,4	7,4
Kurzfristige Steuerverbindlichkeiten	0,0	6,1	6,1	6,1	6,1
Kurzfristige Rückstellungen	1,2	2,1	2,1	2,1	2,1
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	36,6	17,8	25,0	27,0	29,0
Kurzfristige Verbindlichkeiten	99,5	107,2	114,6	117,6	120,6
Nettoverschuldung / (Nettoliiquidität) GJ-Ende	47,7	72,5	78,3	77,8	77,3

Quelle: Euromicron, LBBW Research

Anhang

Finanzkennzahlen: Kapitalflussrechnung

Euromicron

KAPITALFLUSSRECHNUNG (Mio. EUR)	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Ergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibung (EBITDA)	30,8	25,0	26,5	30,5	39,5
Veränderungen im Working Capital	-26,6	-11,8	-8,8	-7,7	-11,5
Veränderungen der langfr. Rückstellungen	1,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Steuern vom Ertrag	-1,7	-2,2	-3,7	-4,8	-7,1
Zinsaufwand	-3,6	-3,5	-4,0	-4,0	-3,5
Zinsertrag	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Andere	0,3	0,4	0,0	0,0	-0,4
Operativer Cash-flow	0,5	7,0	9,0	13,0	16,0
Investitionen in das Anlagevermögen	-8,2	-10,8	-10,0	-10,0	-11,0
Investitionen in vollkonsolidierte Unternehmen	-12,4	-2,6	-2,5	0,0	0,0
Verkauf von Vermögensgegenständen	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Cash-flow aus Investitionstätigkeit	-20,4	-13,3	-12,5	-10,0	-11,0
Kapitalerhöhungen	24,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,7	12,2	5,0	-1,0	-1,0
Dividendenzahlung	-5,6	-7,7	-2,0	-2,0	-4,0
Andere	-0,6	-0,1	0,0	0,0	0,0
Cash-flow aus Finanzierungstätigkeit	18,7	4,4	3,0	-3,0	-5,0
Freier Cash-flow	-7,8	-3,9	-1,0	3,0	5,0

Quelle: Euromicron, LBBW Research

Anhang-1 1/1

Die LBBW unterliegt der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Bonn/Frankfurt.

LBBW Research Rating-Systematik (absolutes Aktienrating-System)

Aktienrating-Definitionen:

Kaufen:	Bezogen auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten empfehlen wir Investoren den Kauf der Aktie.
Verkaufen:	Bezogen auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten empfehlen wir Investoren den Verkauf der Aktie.
Halten:	Wir haben eine neutrale Einstufung der Aktie und empfehlen auf Sicht von bis zu 12 Monaten weder den Kauf noch den Verkauf der Aktie.
Unter Beobachtung:	Das Rating wird derzeit von uns überarbeitet.
Ausgesetzt:	Eine Beurteilung des Unternehmens ist momentan nicht möglich.

Prozentuale Verteilung aller aktuellen Aktienratings der LBBW

Kaufen:	39,9%
Verkaufen:	11,2%
Halten:	48,5%
Unter Beobachtung:	0,4%
Ausgesetzt:	0,0%

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Die LBBW hat Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden oder angemessen zu behandeln. Dabei handelt es sich insbesondere um:

- institutsinterne Informationsschranken, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenkonflikte der LBBW begründen können,
- das Verbot des Eigenhandels in Papieren für die oder für deren Emittenten die betreffenden Mitarbeiter Finanzanalysen erstellen und
- die laufende Überwachung der Einhaltung gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle.

Das Aktien-Research der Landesbank Baden-Württemberg teilt die Unternehmen des Beobachtungsuniversums in zwei Produkt- und Analysezyklen. Nähere Erklärungen finden Sie unter <https://www.lbbw-research.de/publicdisclaimer>. Aktuelle Angaben gemäß §5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV finden Sie unter <http://www.LBBW.de/finanzanalyseverordnung>.

