

## euromicron AG

### Liquidität und Profitabilität vor Umsatzwachstum

#### Kaufen (-)

Kursziel	16,05 € (-) €
Kurs (13.04.2016)	7,51 €
ISIN	DE000A1K0300
Marktkapitalisierung	53,9 Mio. €
Anzahl Aktien	7,2 Mio.
Homepage	www.euromicron.de

#### Kerndaten und Prognosen

	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz (Mio. €)	344,9	355	373	388
EBIT (Mio. €)	-8,6	5,2	14,9	21,3
EBIT-Marge	-2,5%	1,5%	4,0%	5,5%
EBITDA (Mio. €)	6,9	14,4	24,5	31,0
EBITDA-Marge	2,0%	4,1%	6,6%	8,0%
Ergebnis je Aktie (€)	-1,85	0,14	1,09	1,72
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert je Aktie (€)	13,52	13,7	14,8	16,5
KGV	n.m.	53,0	6,9	4,4
Kurs/Buchwert	0,56	0,55	0,51	0,46
EV/EBIT	-15,7	25,8	8,6	5,5
EV/EBITDA	85,5	9,4	5,2	3,8
EV/Umsatz	0,39	0,38	0,34	0,30
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Das Jahr 2015 stand für die euromicron AG im Zeichen der Neuausrichtung. Dr. Späths „Agenda 500“ wurde von seinen Nachfolgern, Bettina Meyer und Jürgen Hansjosten, durch die Maxime „Liquidität und Profitabilität vor Umsatzwachstum“ ersetzt. Bei einem Umsatz von 345 Mio. € (Vj. 346,3 Mio. €) erwirtschaftete die Gesellschaft inklusive Restrukturierungskosten ein EBITDA von 6,9 Mio. € (Vj. 21,1 Mio. €) und ein EBIT von -8,6 Mio. € (Vj. 11,4 Mio. €). Deutschland trägt 85% zum Umsatz bei. Auf Basis unseres DCF-Modells ermitteln wir einen fairen Wert der euromicron-Aktie von 16,05 € und empfehlen die Aktie zum Kauf.

Im berichteten EBITDA von 6,9 Mio. € sind Restrukturierungsaufwendungen von 6,9 Mio. € enthalten. Das hierum bereinigte operative EBITDA lag damit bei 13,8 Mio. €, was einer Marge von 4% entspricht und damit am unteren Rand der Management Guidance von 4 - 5% liegt.

Unter dem Strich wies das Unternehmen einen Jahresfehlbetrag von 13,1 Mio. € aus und einen Verlust je Aktie von 1,85 €.

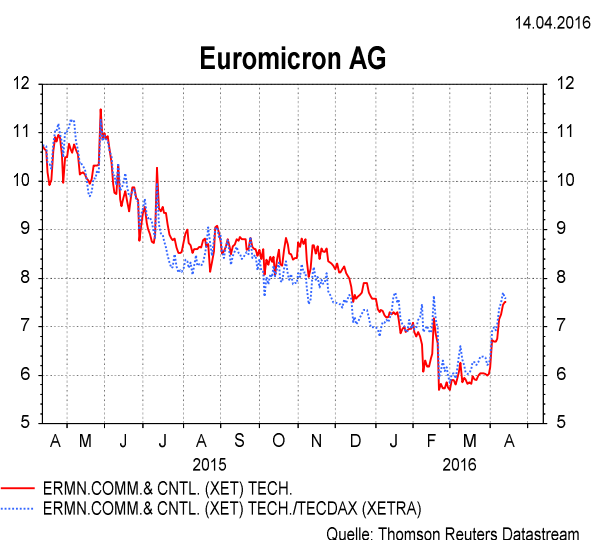
Das neue Management stellt die Generierung von Cashflow in den Mittelpunkt. Erste Erfolge konnten bereits erzielt werden.

Das Eigenkapital fiel 2015 um 13,4 Mio. € auf 97,0 Mio. €. Dazu ergibt sich eine EK-Quote von 35,8% (Vj. 38,4%). Der Buchwert je Aktie lag Ende 2015 bei 13,52 €. Die Firmenwerte wurden um 5,3 Mio. € auf 108,2 Mio. € abgeschrieben.

Mit der euromicron Deutschland GmbH befindet sich aktuell eine Gesellschaft in der Restrukturierung, die 2016 abgeschlossen werden soll.

Ab 2016 soll die Ertragskraft von euromicron wieder nachhaltig steigen und schwarze Zahlen geschrieben werden. Ein positiver Free Cashflow erscheint bereits in 2016 im Bereich des Möglichen. Kurzfristig könnte der Aktienkurs von einer überzeugenden Umstrukturierung der Finanzverbindlichkeiten profitieren.

Bis 2018 strebt euromicron eine EBITDA-Marge im unteren Bereich eines Korridors von 8 - 11% an. Der Umsatz soll bis dahin jährlich um 5% wachsen.



### **Konzernstruktur angepasst**

Die euromicron AG ist ein mittelständischer Technologiekonzern. Als deutscher Spezialist für das **Internet der Dinge (IoT)** bietet euromicron individuell auf die Kundenbedürfnisse abgestimmte ganzheitliche Lösungen für digitalisierte **Infrastrukturen** und **Smart Services**.

Das 1998 gegründete Unternehmen mit Sitz in Frankfurt am Main hat rund 1.800 Mitarbeiter.

Im Zuge der Reorganisation wurde die **Konzernstruktur** angepasst und das Beteiligungsportfolio um verlustträchtige bzw. strategisch nicht relevante Beteiligungen bereinigt. Die Gesellschaft unterteilt sich nun in die Berichtsegmente Intelligente Gebäudetechnik, Kritische Infrastrukturen und Distribution.

**Deutschland** ist mit einem Umsatzanteil von 85% der wichtigste Markt für die euromicron Gruppe.

### **Kernkompetenzen**

euromicron fokussiert sich auf die Digitalisierung von Infrastrukturen in den drei Zielmärkten **Kritische Infrastrukturen, Digitalisierte Gebäude** und **Industrie 4.0**.

Mit Hightech-Lösungen sowie flankierenden **Smart Services** versetzt euromicron ihre Kunden aus dem Mittelstand und der öffentlichen Hand, aber auch Großunternehmen in die Lage, Geschäfts- und Produktionsprozesse zu vernetzen und damit den Weg der Digitalisierung zu beschreiten.

Durch Kompetenz und Technologien im Bereich IT-, Netzwerk- und Sicherheitsinfrastrukturen fügen sich die Lösungen der euromicron-Gruppe nahtlos in die innovativen Konzepte für das Internet der Dinge ein.

In dem Berichtsegment **Intelligente Gebäudetechnik** werden die Zielmärkte „Digitalisierte Gebäude“ und „Industrie 4.0“ gebündelt.

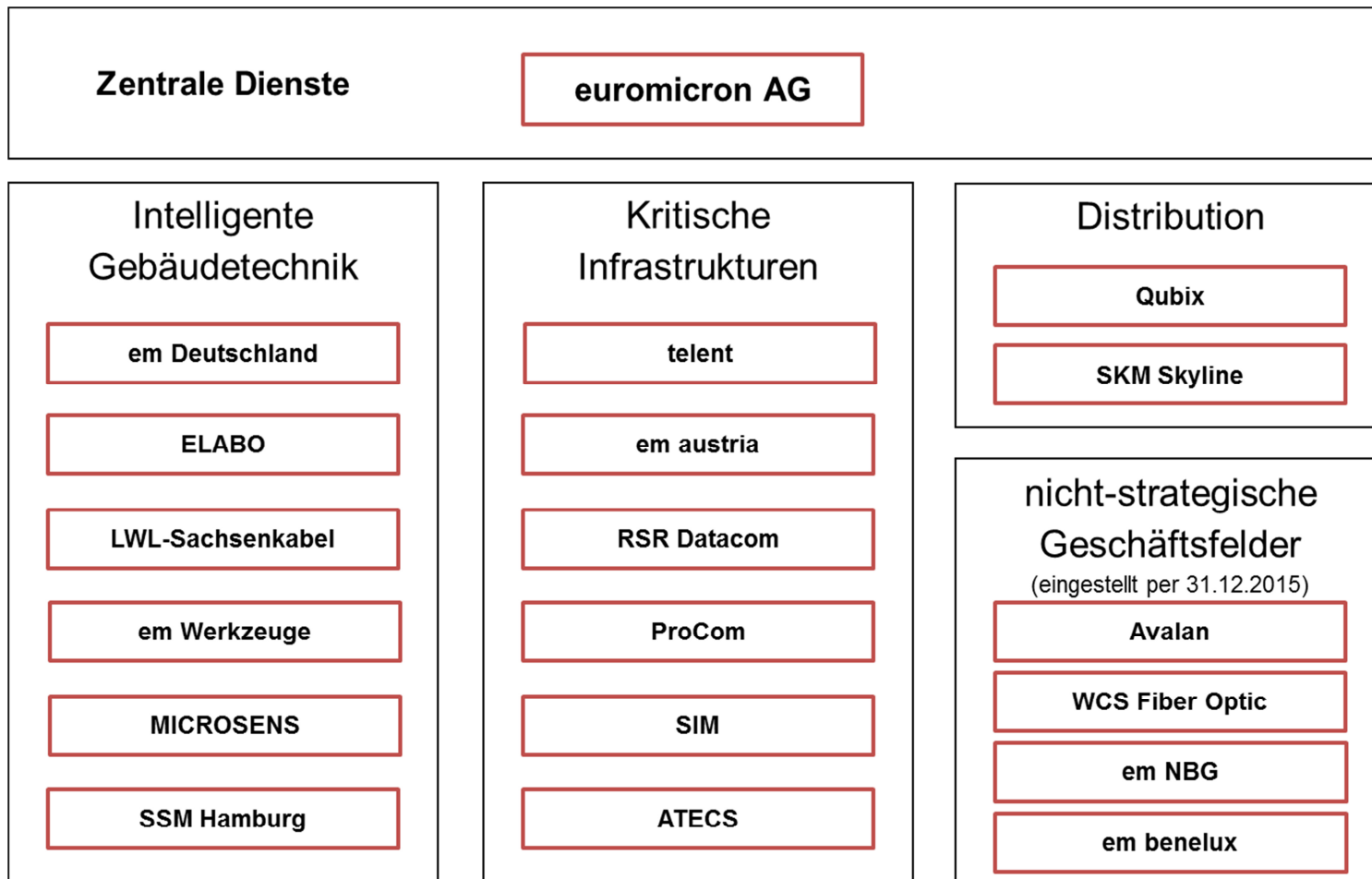
Im Zielmarkt **Digitalisierte Gebäude** werden „Smart Buildings“ der Zukunft adressiert. Dies umfasst Sicherheit und Komfort ebenso wie die erhöhte Wirtschaftlichkeit von Bürogebäuden und reicht bis hin zum nachhaltigen Einsatz von Ressourcen für Klima und Umwelt. euromicron plant, realisiert und betreibt innovative Gebäudelösungen aus einer Hand.

**Industrie 4.0** revolutioniert Netzwerke in Produktionsumgebungen. euromicron optimiert die Vernetzung aller an der Wertschöpfung beteiligten Instanzen mit bedarfsgerechten Lösungen aus Hardware, Software und Dienstleistungen. Zielgruppe ist der produzierende Mittelstand mit seiner hohen Variantenvielfalt, geringen Losgrößen und kundenspezifischen Anforderungen.

**Kritische Infrastrukturen** sind hochvernetzte, ausfallsichere Systeme zur Verhinderung von erheblichen wirtschaftlichen Schäden und zur Abwendung von Gefahr für Leib und Leben. euromicron entwickelt und implementiert IT- und Kommunikationsnetze für den Betrieb kritischer Infrastrukturen. Zudem übernimmt der Konzern den Betrieb und das Management digitalisierter Infrastrukturen und ergänzt diese um IoT-Plattformen zur Datenaufbereitung und -analyse.

Das Segment **Distribution** berät und beliefert Kunden herstellerunabhängig in allen Fragen rund um aktive und passive Netzwerkkomponenten im Glasfaser- und Kupferbereich.

euromicron: Segmente



Quelle: Solventis Research, euromicron

## euromicron: Segmente

	2015					2014		
	Umsatz in Mio. €	EBITDA (operativ) in Mio. €	EBITDA- Marge (operativ)	Umsatz ggü. Vj. in %	EBITDA ggü. Vj. in %	Umsatz in Mio. €	EBITDA (operativ) in Mio. €	EBITDA- Marge (operativ)
<b>Intelligente Gebäudetechnik</b>	197,9	10,1	5,1%	2,7%	-21,1%	192,7	12,8	6,6%
<b>Kritische Infrastruktur</b>	121,4	8,1	6,7%	-5,9%	-43,8%	129,0	14,4	11,2%
<b>Distribution</b>	22,5	2,5	11,1%	-8,5%	-10,7%	24,6	2,8	11,4%
<b>Nicht-strategische Geschäftsfelder</b>	10,9	-3,2	-29,4%	0,0%	100,0%	10,9	-1,6	-14,7%
<b>Zentrale Dienste</b>	0,0	-4,7	n.m.	n. m.	35,6%	0,0	-7,3	n. m.
<b>Konsolidierung</b>	-7,8	1,0	n.m.	n.m.	n.m.	-10,9	0,0	n.m.
<b>Konzern</b>	344,9	13,8	4,0%	-0,4%	-34,6%	346,3	21,1	6,1%
<b>davon Deutschland</b>	291,3			-0,9%		293,9		

Quelle: Solventis Research, euromicron

### **Zur Neuausrichtung von euromicron**

Mit der neuen Strategie „Liquidität und Profitabilität vor Umsatzwachstum“ soll bis 2018 eine EBITDA-Marge am unteren Rand von 8% bis 11% erreicht werden. Die dazu notwendigen Restrukturierungsmaßnahmen reduzierten das 2015er EBITDA um 6,9 Mio. €. Hinzu kommen 6,3 Mio. € nicht cashwirksame Abschreibungen, so dass das EBIT 2015 insgesamt mit 13,2 Mio. € belastet wurde und in die Verlustzone geriet. Im GJ 2016 werden voraussichtlich nochmals 2 - 3 Mio. € für die Restrukturierung ausgegeben. Positive Effekte aus der Restrukturierung beginnen sich ab 2016 einzustellen.

Im Rahmen der Neuausrichtung wurde eine Anpassung des Beteiligungsportfolios an die neuen strategischen Schwerpunkte vorgenommen: Zum Ende des Geschäftsjahres 2015 stellten die Verlustbringer Avalan GmbH und euromicron NGB Fiber Optics GmbH ihre Geschäfte ein. Sie erwirtschafteten 2015 auf EBIT-Ebene einen Verlust von 3,5 Mio. €. Die Einstellung der Geschäftsbetriebe ist bereits im Konzernabschluss größtenteils verarbeitet.

Zudem wurde die Gesamtstruktur des Konzerns verschlankt. Zwischenholdings (euromicron international services GmbH, euromicron networks GmbH) wurden aufgelöst und regional ausgerichtete Töchter (euromicron solutions GmbH, euromicron systems GmbH) zentral unter dem Dach der euromicron Deutschland GmbH zusammengeführt.

Ziel der Neuausrichtung ist es, Synergien der einzelnen Konzernbereiche zu erhöhen und effizienter zu werden. Der Konzern soll schneller und flexibler auf die sich ändernden Markt- und Kundenbedürfnisse reagieren.

Die im GJ 2015 angefallenen Restrukturierungsaufwendungen in Höhe von 13,2 Mio. € setzen sich wie folgt zusammen:

- 6,3 Mio. € für Abschreibungen auf im Wesentlichen nicht fortgeführte Geschäftsbereiche
- 5,1 Mio. € für Restrukturierungsaufwendungen für fortgeführte Geschäftsaktivitäten
- 1,8 Mio. € für Restrukturierungsaufwendungen für nicht fortgeführte Geschäftsaktivitäten

**euromicron: Bereinigte Ertragsgrößen**

	2015	2016e
<b>Nachhaltiges EBITDA - fortgeführte Geschäftsaktivität</b>	<b>16,99</b>	<b>17,43</b>
Operatives EBITDA - nicht fortgeführte Geschäftsaktivitäten	-3,23	-
<b>EBITDA (operativ)</b>	<b>13,76</b>	<b>17,43</b>
Restrukturierungskosten - nicht fortgeführte Geschäftsaktivitäten	-1,76	-
Restrukturierungskosten - fortgeführte Geschäftsaktivitäten	-5,07	-3,00
<b>EBITDA berichtet</b>	<b>6,92</b>	<b>14,43</b>
EBIT	-8,65	5,23
Finanzergebnis	-4,06	-3,77
Vorsteuerergebnis	-12,71	1,45
Jahresüberschuss	-13,13	1,02
EPS-berichtet	-1,85	0,14
EPS-bereinigt	0,08	0,47

Quelle: Solventis Research, euromicron

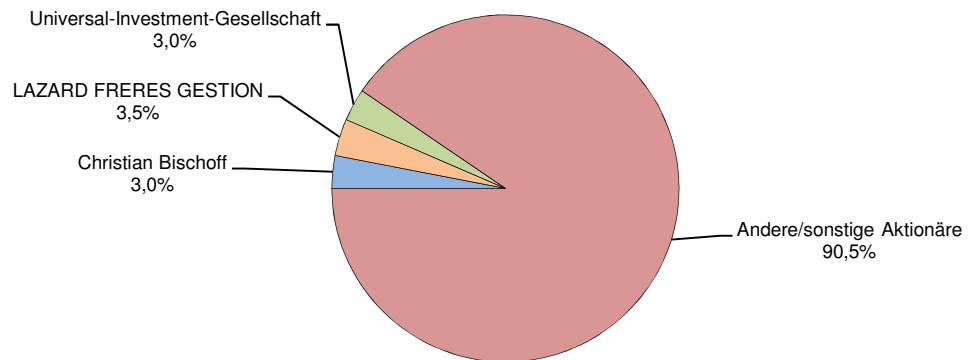
**Vorstand**

Seit April 2015 sind Bettina Meyer und Jürgen Hansjosten Mitglieder des Vorstandes der euromicron AG.

Bettina Meyer ist seit Februar 2014 bei euromicron beschäftigt. Zunächst war sie Leiterin der Rechtsabteilung und Geschäftsführerin der euromicron international services GmbH. Als Sprecherin des Vorstands verantwortet sie jetzt die Bereiche Finanzen, Recht, Personal, Compliance, Revision, Corporate Marketing, M&A, und Kapitalmarktkommunikation.

Jürgen Hansjosten ist seit Januar 2013 für euromicron tätig. Dabei arbeitete er als Geschäftsführer für die euromicron networks GmbH bis er im April 2015 zum Vorstand der euromicron AG bestellt wurde. Er verantwortet die Bereiche Operations, Strategie, Einkauf und IT.

---

**euromicron: Aktionärsstruktur**

Quelle: Solventis Research, euromicron

---

Ihren Anteil weiter aufgestockt hat die Universal-Investment-Gesellschaft, die nun bei 3,01% liegt. Anfang März hat die Lazard Freres Gestion S.A.S. den Besitz von 3,47% an euromicron gemeldet. Damit halten die Universal-Investment-Gesellschaft, Lazard Freres Gestion S.A.S. und Christian Bischoff (3,04%) als einzige Investoren meldepflichtige Stimmrechtsanteile von über 3%. Die restlichen Anteile sind im Streubesitz. IPConcept (Luxemburg) S.A., die im Januar die 3%-Schwelle überschritten hatten, reduzierten ihre Position im Februar und sind damit wieder unter die 3%-Schwelle (1,35% laut Stimmrechtsmitteilung vom 26.02.2016) gerutscht.



### **Auftragseingang zieht zu Jahresbeginn 2016 an**

Im abgelaufenen Jahr musste euromicron einen auf 326,8 Mio. € (Vj. 340,1 Mio. €) rückläufigen Auftragseingang hinnehmen. Ursächlich waren Verschiebungen von Kundenaufträgen in das Jahr 2016. Der Auftragszugang im Januar 2016 entwickelte sich dynamisch und erreichte 41,5 Mio. € (Vj. 29,7 Mio. €). Dazu ergab sich ein Auftragsbestand von 122,7 Mio. € (Vj. 117,5 Mio. €). Ziele für Auftragseingang und Auftragsbestand werden von euromicron nicht veröffentlicht.

Die Book-to-Bill-Ratio stellte sich 2015 auf 0,95 (Vj. 0,98). Das war der schwächste Wert der letzten Jahre, was den Aktienkurs belastet haben dürfte. Seit 2008 lag der höchste Wert bei gut 1,01 (2011). Trotzdem hat sich der Umsatz von euromicron auch mit Hilfe von Zukäufen mehr als verdoppelt.

In der Vergangenheit hat die Veränderung des Aktienkurses der euromicron-Aktie recht gut mit der EBIT-Marge korreliert, für die wir im laufenden Jahr einen Swing von 4 Prozentpunkten auf 1,5% erwarten.

### **Finanzverbindlichkeiten vor Restrukturierung**

Das **Eigenkapital** war 2015 aufgrund des Jahresfehlbetrags um 13,4 Mio. € auf 97,0 Mio. € rückläufig. Dazu stellte sich die EK-Quote auf 35,8% (Vj. 38,4%). Die in der Bilanz ausgewiesenen **Pensionsrückstellungen** sind mit 1,3 Mio. € (Vj. 1,2 Mio. €) von untergeordneter Bedeutung.

Die Finanzverbindlichkeiten beliefen sich auf 91,8 Mio. € (Vj. 96,3 Mio. €), wobei davon 75% (Vj. 50%) kurzfristig (<1 Jahr) fällig sind. Die Gesellschaft hat sich bis zum Mai 2016 Zeit gegeben, die **Finanzverbindlichkeiten** zu restrukturieren und auf eine langfristige Basis zu stellen. Im Zuge dessen soll das am 15.06.2016 fällige Schuldscheindarlehen in Höhe von 14,5 Mio. € berücksichtigt werden. Die Nettofinanzverbindlichkeiten beliefen sich Ende 2015 auf 81,1 Mio. €.

Der größte Posten auf der Aktivseite sind die **Firmenwerte** in Höhe von 108,2 Mio. € (Vj. 113,5 Mio. €). Sie wurden 2015 um 5,3 Mio. € abgeschrieben, sind aber immer noch größer als das bilanzielle Eigenkapital. Die Zahlungsmittel gingen um rund 5 Mio. € auf 10,7 Mio. € zurück. Am Bilanzstichtag standen ungenutzte kurzfristige Kreditlinien in Höhe von 48,2 Mio. € zur Verfügung.

### Cashflow im Aufwärtstrend

Vor diesem Hintergrund ist nachvollziehbar und wohl auch notwendig, dass das Management Cashflow und Profitabilität vor Umsatzwachstum stellt. Umso besser, wenn beides zusammen kommen sollte. Der **operative Cashflow** wurde für 2015 mit 4,6 Mio. € (Vj. -1,9 Mio. €) ausgewiesen. Im letzten Jahr wurden Maßnahmen zur Optimierung des Working Capitals eingeleitet, die bereits Erfolge zeigten. So ging die Working Capital Ratio ggü. dem Vorjahr um 1,4 Prozentpunkte auf 17,8% zurück, was 5,2 Mio. € an Liquidität freisetzte. Für 2016 ist ein weiterer deutlicher Rückgang geplant.

Unter Berücksichtigung der Investitionen von 9,9 Mio. € (Vj. 14,3 Mio. €) ergab sich ein auf -5,3 Mio. € (Vj. -16,2 Mio. €) verbesserter **Free Cashflow**. 2016 rechnen wir mit einer weiteren Steigerung, die den Free Cashflow in die schwarzen Zahlen führen könnte. Ohne größere Akquisition muss die Gesellschaft in der Lage sein, so viel Cash zu generieren, dass die Verschuldung reduziert werden kann.

### DCF-Modell signalisiert hohes Kurpotential

Wir haben unser DCF-Modell vorsichtig modelliert. So unterstellen wir moderate Wachstumsraten beim Umsatz in den kommenden Jahren und eine EBIT-Marge von 5,5% im TV. Bei einem Beta von 1,04 setzen wir für die ewige Rente ein Wachstum von 1,0% an. Den risikolosen Zins haben wir auf 2,25% gestellt und die Marktrisikoprämie auf 5,5%. Auch die Reinvestment Rate von 25% spricht für einen konservativen Ansatz.

Insgesamt kommen wir auf einen fairen Wert je euromicron-Aktie von gut 16 €. Damit verfügt die Aktie unter Bewertungsgesichtspunkten über ein hohes Kurspotential. Eine Kursverdoppelung erscheint möglich, obwohl sich der Kurs von seinen Tiefständen bereits erholt hat.

Die Gesellschaft agiert in digitalen Wachstumsmärkten wie Internet der Dinge und Industrie 4.0. Sie befindet sich noch am Beginn einer Turnaround-Situation. Das neue Management hat die Gesellschaft restrukturiert und von Altlasten befreit. Die Bemühungen, den Cashflow zu steigern, zeigen erste Erfolge. Das dürfte 2016 weitergehen. Ein positiver Free Cashflow erscheint bereits im laufenden Jahr im Bereich des Möglichen. Kurzfristig könnte der Aktienkurs von einer überzeugenden Umstrukturierung der Finanzverbindlichkeiten profitieren. Wir empfehlen die euromicron-Aktie mit Kursziel 16 € zum Kauf.

## **Börsennotierte Peer-Group von euromicron**

### **Bechtle**

Bechtle bietet IT-Komplettlösungen und ist hauptsächlich in der DACH-Region aktiv. Das Leistungsspektrum umfasst Dienstleistung von der IT-Strategieberatung über die Lieferung von Hard- und Software, Projektplanung und -durchführung, Systemintegration, IT-Services sowie Schulungen bis zum Komplettbetrieb der IT eines Unternehmens.

### **LEONI AG**

Die LEONI AG ist ein weltweit tätiger System- und Entwicklungslieferant von Drähten, Kabeln und Bordnetz-Systemen. Das Angebotsspektrum umfasst Drähte und Litzen, Standard- und Spezialkabel, Lichtwellenleiter sowie komplette Kabelsysteme und Dienstleistungen für unterschiedlichste industrielle Anwendungen.

### **ADVA Optical Networking SE**

Die ADVA Optical Networking SE ist ein international tätiger Anbieter von Telekommunikationsinfrastrukturlösungen für den Einsatz, das Management und die Bereitstellung von Netzwerken und Hochgeschwindigkeitsdiensten.

Insbesondere stellt das Unternehmen integrierte Hard- und Software-Lösungen zur Verfügung, die den nahtlosen Aufbau von optischen Netzen ermöglichen.

### **QSC AG**

Die QSC AG ist ein Anbieter von Informationstechnologie- und Telekommunikations-Services (ITK). Kunden sind in erster Linie mittelständische Firmen. Die Produktpalette umfasst Telefonie, Datenübertragung, Housing, Hosting, IT-Outsourcing und IT-Consulting.

### **HUBER+SUHNER**

Die HUBER+SUHNER Gruppe ist ein internationaler Hersteller von Komponenten und Systemen der elektronischen und optischen Verbindungstechnik. Das Produktsortiment des Konzerns beinhaltet Koaxial- und Fiberoptikkabel, Stecker, Kupferkabel und Kabelsysteme sowie Antennen und Blitzschutzkomponenten.

## Legrand SA

Legrand SA ist spezialisiert auf Produkte für elektrische und digitale Gebäudeinfrastrukturen mit Fokus auf den gewerblichen und industriellen Bereich. Angeboten werden einzelne Komponenten wie auch Komplettsysteme für Elektroinstallationen, Heizungen, Beleuchtung, Informationsnetze und Gebäudezugangsüberwachung wie unter anderem Energieverteiler und Verteilergehäuse, Hausautomationslösungen, Sprach- und Datenübertragungssysteme, Zutrittskontrollsysteme, energieeffiziente Beleuchtungsmanagement-Systeme, Zeitschalttechnik, Strom- und Datenkabelmanagement und Lichtsteuergeräte.

### euromicron: Peer-Group

Ticker	Kurs in € 13.04.16	KGV 2015	KGV 2016e	KGV 2017e	EV/EBITDA 2016e	EV/EBITDA 2016e	EV/EBIT 2016e	EV/EBIT 2017e	Ebit- Marge 2016e	Ebit- Marge 2018e	Kurs/ Buchwert 2016e	Kurs/ Buchwert 2017e	EV/Sales 2016e	EV/Sales 2017e
Bechtle AG	90,95	20,6	18,9	17,3	10,6	9,5	12,6	11,1	4,7%	4,8%	2,8	2,6	0,6	0,5
Leoni AG	30,11	12,7	15,5	9,5	5,8	4,7	13,6	8,9	2,4%	3,6%	1,0	0,9	0,3	0,3
Adva Optical Networking SE	10,21	18,6	15,1	11,9	6,5	4,8	13,3	9,0	7,4%	8,9%	2,0	1,7	1,0	0,8
QSC AG	1,31	-10,6	-50,9	101,8	6,5	5,8	108,4	31,7	0,6%	2,0%	1,4	1,4	0,7	0,6
Huber+suhrner AG	44,33	38,0	21,0	18,6	9,5	8,6	14,9	13,2	8,0%	8,7%	1,4	1,3	1,2	1,1
Legrand SA	50,81	24,8	22,4	20,9	13,0	12,2	15,3	14,1	19,0%	19,5%	3,3	3,1	2,9	2,7
Durchschnitt (ungewichtet)		17,4	7,0	30,0	8,6	7,6	29,7	14,7	7,03%	7,90%	2,0	1,8	1,1	1,0
MEDIAN		19,6	17,2	17,9	8,0	7,2	14,3	12,2	6,02%	6,74%	1,7	1,6	0,8	0,7
euromicron AG	7,51	-4,1	18,3	7,4	7,2	5,0	15,3	8,2	2,39%	4,00%	0,5	0,5	0,4	0,3
Abweichung vom Median		-120,8%	6,3%	-59,0%	-9,4%	-31,1%	7,1%	-32,7%	-60,3%	-40,6%	-70,0%	-69,7%	-55,4%	-54,5%

Quelle: Solventis Research, euromicron

## euromicron: GuV (in Tsd. €)

	2015	yoy	2016e	yoy	2017e	yoy	2018e	yoy
<b>Umsatz</b>	<b>344.887,00</b>	<b>-0,4%</b>	<b>355.000,00</b>	<b>2,9%</b>	<b>372.750,00</b>	<b>5,0%</b>	<b>387.660,00</b>	<b>4,0%</b>
Erh./Verm. un/fertige Erzeugnisse	833,00	45,4%	857,43	2,9%	900,30	5,0%	936,31	4,0%
andere aktivierte Eigenleistungen	2.942,00	12,4%	2.781,57	-5,5%	2.781,57	0,0%	2.781,57	0,0%
sonstige betriebliche Erträge	3.073,00	43,3%	2.636,37	-14,2%	2.105,09	-20,2%	1.795,51	-14,7%
Materialaufwand	189.833,00	4,0%	195.399,41	2,9%	205.169,38	5,0%	213.376,15	4,0%
<b>Rohergebnis nach GKV</b>	<b>161.902,00</b>	<b>-4,3%</b>	<b>165.875,96</b>	<b>2,5%</b>	<b>173.367,58</b>	<b>4,5%</b>	<b>179.797,24</b>	<b>3,7%</b>
Personalaufwand	107.875,00	4,6%	111.038,18	2,9%	116.590,09	5,0%	121.253,69	4,0%
Abschreibungen	10.238,00	5,5%	9.201,61	-10,1%	9.600,00	4,3%	9.700,00	1,0%
sonstige betriebliche Aufwendungen	47.104,00	5,0%	40.411,17	-14,2%	32.267,49	-20,2%	27.522,25	-14,7%
Ebit (vor Struktur Aufwand)	-3.315,00	n.m.	5.225,00	n.m.	14.910,00	185,4%	21.321,30	43,0%
EBIT-Marge (vor Struktur Aufwand)	<b>-0,96%</b>	<b>-4,3 pp</b>	1,47%	2,4 pp	4,00%	2,5 pp	5,50%	1,5 pp
Impairment	5.333,00	n.m.	0,00	-100,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
EBITDA	1.590,00	-92,5%	14.426,61	807,3%	24.510,00	69,9%	31.021,30	26,6%
EBITDA-Marge	0,46%	-5,6 pp	4,06%	3,6 pp	6,58%	2,5 pp	8,00%	1,4 pp
<b>EBIT</b>	<b>-8.648,00</b>	<b>n.m.</b>	<b>5.225,00</b>	<b>n.m.</b>	<b>14.910,00</b>	<b>185,4%</b>	<b>21.321,30</b>	<b>43,0%</b>
<b>EBIT-Marge</b>	<b>-2,51%</b>	<b>-5,8 pp</b>	<b>1,47%</b>	<b>4,0 pp</b>	<b>4,00%</b>	<b>2,5 pp</b>	<b>5,50%</b>	<b>1,5 pp</b>
Sonstige finanzielle Aufwendungen	332,00	n.m.	0,00	-100,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Zinserträge	66,00	-80,2%	52,31	-20,7%	16,60	-68,3%	25,57	54,0%
Zinsaufwand	3.791,00	-5,5%	3.824,25	0,9%	3.857,51	0,9%	3.857,51	0,0%
Finanzergebnis	-4.057,00	-10,3%	-3.771,95	7,0%	-3.840,91	-1,8%	-3.831,94	0,2%
<b>Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)</b>	<b>-12.705,00</b>	<b>n.m.</b>	<b>1.453,05</b>	<b>n.m.</b>	<b>11.069,09</b>	<b>661,8%</b>	<b>17.489,36</b>	<b>58,0%</b>
EBT-Marge	-3,68%	-5,9 pp	0,41%	4,1 pp	2,97%	2,6 pp	4,51%	1,5 pp
Steuern	424,00	-91,4%	435,92	2,8%	3.320,73	661,8%	5.246,81	58,0%
Steuerquote	-3,34%	-66,7 pp	30,00%	33,3 pp	30,00%	0,0 pp	30,00%	0,0 pp
<b>Ergebnis n. Steuern</b>	<b>-13.129,00</b>	<b>n.m.</b>	<b>1.017,14</b>	<b>n.m.</b>	<b>7.748,37</b>	<b>661,8%</b>	<b>12.242,56</b>	<b>58,0%</b>
Anteile Dritter	124,00	-53,7%	0,00	-100,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>-13.253,00</b>	<b>n.m.</b>	<b>1.017,14</b>	<b>n.m.</b>	<b>7.748,37</b>	<b>661,8%</b>	<b>12.242,56</b>	<b>58,0%</b>
Anzahl Aktien zum 13.04.16 (Mio.)	7,18	0,0%	7,18	0,0%	7,18	0,0%	7,18	0,0%
<b>Ergebnis n. Steuern je Aktie (EUR)</b>	<b>-1,85</b>	<b>n.m.</b>	<b>0,14</b>	<b>n.m.</b>	<b>1,08</b>	<b>661,8%</b>	<b>1,71</b>	<b>58,0%</b>

Quelle: Solventis Research, euromicron

**euromicron: Bilanz (in Tsd. €)**

	2015	yoy	2016e	yoy	2017e	yoy	2018e	yoy
<b>Aktiva</b>								
Kassenbestand	10.722,00	-31,4%	12.425,00	15,9%	19.309,11	55,4%	30.366,30	57,3%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	80.728,00	-5,9%	83.095,16	2,9%	87.249,92	5,0%	90.739,91	4,0%
Vorräte	30.763,00	6,0%	31.665,05	2,9%	33.248,31	5,0%	34.578,24	4,0%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	5.183,00	2,7%	5.183,00	0,0%	5.183,00	0,0%	5.183,00	0,0%
Steuerforderungen	1.496,00	24,5%	1.496,00	0,0%	1.496,00	0,0%	1.496,00	0,0%
<b>Summe Umlaufvermögen</b>	<b>128.892,00</b>	<b>-5,7%</b>	<b>133.864,21</b>	<b>3,9%</b>	<b>146.486,34</b>	<b>9,4%</b>	<b>162.363,46</b>	<b>10,8%</b>
Sachanlagen	15.306,00	8,4%	15.604,39	1,9%	16.004,39	2,6%	16.804,39	5,0%
Immaterielle Vermögenswerte	17.520,00	-15,7%	17.520,00	0,0%	17.520,00	0,0%	17.520,00	0,0%
Firmenwerte	108.217,00	-4,6%	108.217,00	0,0%	108.217,00	0,0%	108.217,00	0,0%
Finanzanlagen	733,00	-17,5%	733,00	0,0%	733,00	0,0%	733,00	0,0%
Latente Steuern	120,00	-91,2%	120,00	0,0%	120,00	0,0%	120,00	0,0%
Sonstige langfristige Vermögenswerte	61,00	-28,2%	61,00	0,0%	61,00	0,0%	61,00	0,0%
<b>Summe Anlagevermögen</b>	<b>141.957,00</b>	<b>-5,8%</b>	<b>142.255,39</b>	<b>0,2%</b>	<b>142.655,39</b>	<b>0,3%</b>	<b>143.455,39</b>	<b>0,6%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>270.849,00</b>	<b>-5,8%</b>	<b>276.119,60</b>	<b>1,9%</b>	<b>289.141,73</b>	<b>4,7%</b>	<b>305.818,85</b>	<b>5,8%</b>
<b>Passiva</b>								
Gezeichnetes Kapital	18.348,00	0,0%	18.348,00	0,0%	18.348,00	0,0%	18.348,00	0,0%
Kapitalrücklage	94.298,00	0,0%	94.298,00	0,0%	94.298,00	0,0%	94.298,00	0,0%
Gewinnrücklagen	-16.010,00	-482,8%	-14.992,86	6,4%	-7.244,50	51,7%	3.562,78	149,2%
Kumuliertes übriges comprehensive income	-2,00	n.m.	-2,00	0,0%	-2,00	0,0%	1.433,28	n.m.
<b>Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz</b>	<b>96.634,00</b>	<b>-12,1%</b>	<b>97.651,14</b>	<b>1,1%</b>	<b>105.399,50</b>	<b>7,9%</b>	<b>117.642,06</b>	<b>11,6%</b>
Anteile in Fremdbesitz	404,00	-0,2%	404,00	0,0%	404,00	0,0%	404,00	0,0%
<b>Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz</b>	<b>97.038,00</b>	<b>-12,1%</b>	<b>98.055,14</b>	<b>1,0%</b>	<b>105.803,50</b>	<b>7,9%</b>	<b>118.046,06</b>	<b>11,6%</b>
<b>Langfristige Schulden</b>								
Pensionsrückstellungen	1.255,00	5,1%	1.280,10	2,0%	1.305,70	2,0%	1.331,82	2,0%
Übrige Rückstellungen	1.802,00	-5,8%	1.854,84	2,9%	1.947,58	5,0%	2.025,48	4,0%
Finanzverbindlichkeiten	21.677,00	-53,8%	21.677,00	0,0%	21.677,00	0,0%	21.677,00	0,0%
Steuerverbindlichkeiten/Latente Steuern	5.606,00	-23,9%	5.770,38	2,9%	6.058,90	5,0%	6.301,26	4,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	663,00	183,3%	682,44	2,9%	716,56	5,0%	745,23	4,0%
<b>Summe langfristige Schulden</b>	<b>31.003,00</b>	<b>-46,2%</b>	<b>31.264,76</b>	<b>0,8%</b>	<b>31.705,75</b>	<b>1,4%</b>	<b>32.080,78</b>	<b>1,2%</b>
<b>Kurzfristige Schulden</b>								
Übrige Rückstellungen	2.081,00	19,1%	2.142,02	2,9%	2.249,12	5,0%	2.339,09	4,0%
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	47.593,00	7,6%	48.988,55	2,9%	51.437,98	5,0%	53.495,50	4,0%
Finanzverbindlichkeiten	48.906,00	-1,1%	50.144,25	2,5%	50.144,25	0,0%	50.144,25	0,0%
Steuerverbindlichkeiten	7.141,00	-21,1%	7.350,39	2,9%	7.717,91	5,0%	8.026,63	4,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	37.087,00	147,7%	38.174,49	2,9%	40.083,21	5,0%	41.686,54	4,0%
<b>Summe Kurzfristige Schulden</b>	<b>142.808,00</b>	<b>19,6%</b>	<b>146.799,70</b>	<b>2,8%</b>	<b>151.632,48</b>	<b>3,3%</b>	<b>155.692,00</b>	<b>2,7%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>270.849,00</b>	<b>-5,8%</b>	<b>276.119,60</b>	<b>1,9%</b>	<b>289.141,73</b>	<b>4,7%</b>	<b>305.818,85</b>	<b>5,8%</b>

Quelle: Solventis Research, euromicron

**euromicron: DCF-Modell**

(in Tsd. EUR)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	Terminal Value
<b>Umsatz</b>	344.887,0	355.000,0	372.750,0	387.660,0	399.289,8	407.275,6	
<b>Veränderung in %</b>	-0,4%	2,9%	5,0%	4,0%	3,0%	2,0%	
<b>EBITDA</b>	1.590,0	14.426,6	24.510,0	31.021,3	31.760,9	32.300,2	
<b>EBITDA-Marge</b>	0,5%	4,1%	6,6%	8,0%	8,0%	7,9%	
<b>EBIT</b>	-8.648,0	5.225,0	14.910,0	21.321,3	21.960,9	22.400,2	
<b>EBIT-Marge</b>	-2,5%	-0,5%	4,0%	5,5%	5,5%	5,5%	
<b>NOPLAT</b>	-8.936,6	3.657,5	10.437,0	14.924,9	15.372,7	15.680,1	15.993,7
<b>Reinvestment Rate</b>	82,7%	51,2%	35,3%	23,9%	21,8%	19,6%	25,0%
<b>FCFF</b>	-1.545,6	1.783,8	6.748,4	11.362,5	12.018,0	12.600,6	226.931,2
<b>WACC</b>	6,33%	5,73%	5,81%	5,94%	6,05%	6,16%	6,28%
<b>Kumuliertes WACC</b>		105,73%	111,87%	118,52%	125,69%	133,43%	141,82%
<b>Barwerte der FCFF</b>		1.687,2	6.032,1	9.587,0	9.561,3	9.443,4	160.016,2
<b>Summe Barwerte FCFF</b>	<b>36.311,1</b>						
<b>Barwert Terminal Value</b>	<b>160.016,2</b>						
<b>in % des Unternehmenswertes</b>	81,5%						
<b>Wert des Unternehmens</b>	<b>196.327,3</b>						
<b>Netto-Finanzschulden</b>	81.116,0						
<b>Wert Verlustvortrag</b>	0,0						
<b>Minderheiten</b>	0,0						
<b>Beteiligungen</b>	0,0						
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>115.211,3</b>						
<b>Wert pro Aktie</b>	<b>16,05</b>						

Quelle: Solventis Research, euromicron

**Haftungserklärung (Disclaimer), Pflichtangaben nach § 34b WpHG, 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 nach § 34b WpHG**

- a) Erstmalige Veröffentlichung: **14. April 2016**
- b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: unregelmäßig.
- c) Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt/M.
- d) 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 - nicht zugänglich gemacht worden und ist danach nicht geändert worden.
- f) Alle in der Analyse angegebenen Kurse und Kursverläufe beruhen auf den Schlusskursen soweit zu den Kursen und Kursverläufen keine anderweitigen Angaben gemacht werden.

**3. Disclosures**

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

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

Die Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH bzw. ein mit ihr verbundenes Unternehmen oder eine bei der Erstellung mitwirkende Person

1. halten Aktien des analysierten Emittenten im Bestand.

**4. Erstellung und Verbreitung**

- a) Verantwortung für die Erstellung und Verbreitung

**Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH**

Sitz: Meerbusch; HRB 18351, Amtsgericht Neuss; Geschäftsführer Joachim Schmitt, Klaus Schlote.

- b) Ersteller

**Klaus Schlote, CEFA-Analyst**



## 5. Erläuterung der Anlageurteile

Erläuterung Anlageurteil Aktien:

- Kaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 10% aufweisen.
- Halten: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen Kursgewinn und einen 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 zur 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 besteht ein deutliches Risiko, 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 bzw. 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 ausländischen Medien wie Informationsdienste (z.B. VWD, Thomson Reuters u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, FAZ, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, sowie Veröffentlichungen, Angaben und Informationen der analysierten Emittenten sowie das Internet.

## 8. Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

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

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

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

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

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