

euromicron AG

Restrukturierung dauert an

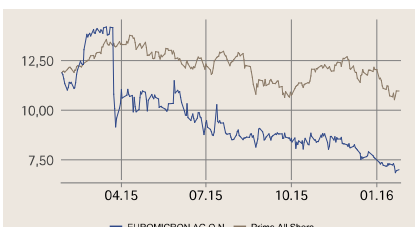
28.01.2016

Halten (Halten)
7,70 EUR (9,70 EUR)

Schlusskurs 25.01.2016 7,00 EUR
Bloomberg: EUCA GY WKN: A1K030
Branche Technologie

Kursperformance

52 Wochen Hoch 14,18 EUR
52 Wochen Tief 6,86 EUR
Relativ zu Prime All Share
YTD 1,5%
1 Monat -2,6%
12 Monate -32,7%



Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2016) 136,1
Marktkapital. (Mio. EUR) 50,2
Anzahl der Aktien (Mio.) 7,2
Streubesitz 100,0%

Nächster Termin

Jahreszahlen 23.03.2016

Änderungen im Modell

	Umsatz	EBIT	EPS
2015e	-1,4%	-108,9%	-210,2%
2016e	-1,4%	-26,5%	-43,0%
2017e	-1,4%	-12,9%	-21,6%

Analyst

Wolfgang Specht, Analyst
Telefon: +49 (0)211 4952-637
wolfgang.specht@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Das Unternehmen befindet sich weiterhin in einer kostenintensiven Restrukturierungsphase und dürfte das GJ 2015 auf Basis unserer Schätzungen mit einem Nettoverlust und negativem FCF abschließen. Auf Basis unserer gesenkten Umsatz- und Ergebnisschätzungen 2015-17 senken wir unser Kursziel von 9,70 € auf 7,70 €.

INVESTMENT CASE

Auch in GJ 2015 musste das Unternehmen im Jahresverlauf seine Zielsetzung senken und dürfte trotz eines erwarteten positiven Ergebnisses in Q4 für das GJ einen Nettoverlust ausweisen. Auf Basis einer erhöhten Nettoverschuldung (BHL 2015e: 87 Mio. € vs. 49 Mio. € in 2014; teilweise getrieben durch den Verzicht auf Factoring) erscheint eine Neustrukturierung der Verbindlichkeiten im laufenden Jahr als wahrscheinlich. Operativ erwarten wir für 2016 auf Basis einer gesenkten Kostenbasis und neuer Strukturen im Konzern eine deutliche Steigerung der Profitabilität. Die Markterwartungen für eine Erholung von EBITDA und EPS in den Jahren 2016 und 2017 erscheinen uns jedoch als zu hoch. Wir glauben, dass dem Unternehmen erst nach der Rückkehr zu nachhaltigem Wachstum und positiven FCFs vom Kapitalmarkt eine höhere Bewertung zugestanden wird.

KATALYSATOREN

- GJ 2016 Ausblick: Wir erwarten eine Umsatz-Guidance von 340-360 Mio. € bei einer Zielsetzung einer EBITDA-Marge in Höhe von 5-7%.
- Entwicklung des Auftragsbuchs per 31.12.2015: BHL 130 Mio. € (+7% yoy).
- Neuordnung der Verbindlichkeiten: Wir erwarten leicht steigende Finanzierungsbedingungen.

BEWERTUNG

Wir bewerten die Aktie von Euromicron auf Basis eines dreistufigen DCF-Modells. Ein Peer-Group-Vergleich mit EV/EBIT- und P/FCF-Multiples für die Jahre 2016/17e würde eine ca. 10% höhere Bewertung zulassen.

in Mio. EUR	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	329,4	346,3	346,3	359,8	375,3
EBIT	5,5	11,4	-1,0	10,9	15,8
EBIT-Marge	1,7%	3,3%	-0,3%	3,0%	4,2%
Nettofinanzverbind.	37,9	54,4	86,8	84,2	80,3
Freier Cash-flow	34,3	-16,2	-32,3	2,3	3,6
EPS (in EUR)	-0,12	0,36	-0,61	0,56	1,03
DPS (in EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,4%
EV/Umsatz	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBIT	25,9	12,1	-150,0	12,5	8,4
Kurs-Gewinn-Verhältnis	-119,8	32,1	-12,5	12,5	6,8

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Unternehmensporträt

SWOT

Stärken/Chancen

- Positionierung in strukturellen Wachstumsmärkten
- Optionen für arrondierende Akquisitionen
- Möglicher Akquisitionskandidat
- Auflösung des Investitionsstaus bei wichtigen Kunden
- Eintritt in neue Regionalmärkte

MANAGEMENT

- Bettina Meyer
- Jürgen Hansjosten

Schwächen/Risiken

- Vertrauensverlust nach Gewinnwarnungen 2014/2015
- Stagnierender Auftragsbestand
- Preisdruck im margenstarken Herstellergeschäft
- Ggf. erforderliche Stärkung des Eigenkapitals
- Rückkehr zu Dividendenzahlungen noch offen

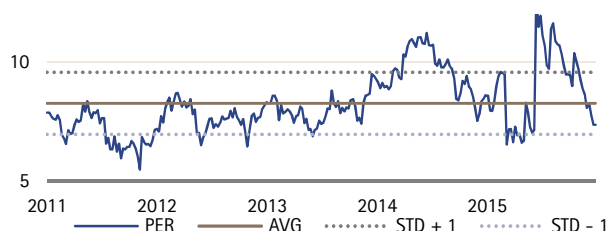
UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die in Frankfurt ansässige Euromicron AG ist ein Anbieter kompletter Infrastrukturlösungen für Kommunikations-, Übertragungs-, Sicherheits- und Datenetze. Die Kompetenz des Unternehmens liegt sowohl in der Herstellung von Komponenten als auch in der Integration und Distribution von Netzwerken. Euromicron unterstützt seine Kunden bei Planung, Installation und Wartung und entwickelt, produziert und vermarktet zudem Netzwerkkomponenten für die optische Übertragungstechnik.

KURZFRISTIGER AUSBLICK

- 2015: Umsatz unterer Bereich 340-360 Mio. €; EBITDA-Marge 2-4%

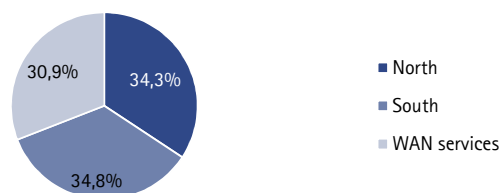
HISTORISCHES KGV



MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- EBITDA-Marge 8-11%

UMSATZVERTEILUNG (LETZTES GESCHÄFTSJAHR)



UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 23.03.2016 Jahreszahlen

HAUPTAKTIONÄRE (%)

Universal Investment	2,8
MMP	2,6
Lazard	2,3

WICHTIGE KENNZAHLEN

	2013	2014	2015e	2016e	2017e
F&E/Umsatz	-	-	-	-	-
Capex/Umsatz	1,9%	1,8%	2,7%	3,2%	3,5%
Capex/Abschreibungen	0,7	0,7	0,9	1,0	1,1
ROCE	2,7%	6,3%	-0,4%	4,9%	6,9%
Free Cash-flow-Rendite	33,3%	-19,8%	-62,6%	4,5%	7,0%
Eigenkapitalquote	37,3%	38,4%	36,3%	36,6%	37,8%
Nettofinanzverbind./EK	31%	49%	82%	76%	68%
Nettoverschuld./EBITDA	2,6	2,6	8,6	3,8	2,9
Zinsdeckung	1,4	3,1	-0,2	2,5	3,8

BHL VS. KONSENSUS

	2015e	2016e	2017e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	346,3	359,8	375,3
Konsensus	345,6	360,0	375,0
EBIT (in Mio. EUR)			
BHL	-1,0	10,9	15,8
Konsensus	3,1	14,1	18,7
EPS (EUR)			
BHL	-0,61	0,56	1,03
Konsensus	0,43	0,95	1,41

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

Kennzahlen

euromicron AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	329,4	346,3	346,3	359,8	375,3
Aktivierete Eigenleistungen/Bestandsänderung	4,3	5,4	5,3	5,0	5,0
Gesamtumsatz	333,7	351,7	351,6	364,8	380,3
Materialaufwand	-176,4	-182,5	-185,6	-188,9	-195,2
Personalaufwand	-99,2	-103,2	-110,5	-107,2	-110,0
Ungewöhnliche/seltene Vorgänge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-43,7	-44,9	-45,4	-46,8	-47,7
EBITDA	14,4	21,1	10,1	21,9	27,5
Abschreibungen	8,9	9,7	11,1	11,0	11,7
EBITA	5,5	11,4	-1,0	10,9	15,8
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	5,5	11,4	-1,0	10,9	15,8
Finanzergebnis	-3,8	-3,7	-4,2	-4,4	-4,2
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	1,7	7,8	-5,2	6,5	11,6
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	1,7	7,8	-5,2	6,5	11,6
Steuern	-2,5	-4,9	1,1	-2,0	-3,5
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	-0,8	2,9	-4,1	4,5	8,1
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anteile anderer Gesellschafter	-0,1	-0,3	-0,3	-0,5	-0,7
Nettogewinn (ber.)	-0,9	2,6	-4,4	4,0	7,4
Anzahl der Aktien	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2
EPS	-0,12	0,36	-0,61	0,56	1,03

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Bruttomarge	46,4%	47,3%	46,4%	47,5%	48,0%
EBITDA-Marge	4,4%	6,1%	2,9%	6,1%	7,3%
EBITA-Marge	1,7%	3,3%	-0,3%	3,0%	4,2%
EBIT-Marge	1,7%	3,3%	-0,3%	3,0%	4,2%
EBT-Marge	0,5%	2,2%	-1,5%	1,8%	3,1%
Nettoumsatzrendite	-0,3%	0,7%	-1,3%	1,1%	2,0%
Steuerquote	144,7%	63,2%	21,4%	30,7%	30,1%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	-0,2%	5,1%	0,0%	3,9%	4,3%
EBITDA	-42,5%	46,7%	-51,9%	>100%	25,6%
EBIT	-67,8%	>100%	---	---	45,0%
EBT	-86,1%	>100%	---	---	78,4%
Nettogewinn (ber.)	---	---	---	---	84,9%
EPS	---	---	---	---	84,9%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

euromicron AG – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Langfristige Vermögensgegenstände	155,1	150,7	149,1	149,7	151,2
Sachanlagen	14,5	14,1	12,5	13,0	14,4
Immaterielle Vermögenswerte	137,2	134,3	134,3	134,3	134,3
Finanzielle Vermögenswerte	1,0	0,9	0,9	0,9	1,0
sonstige langfristige Vermögenswerte	2,4	1,5	1,5	1,5	1,6
Kurzfristige Vermögensgegenstände	173,8	136,7	143,3	150,6	159,9
Vorräte	28,0	29,0	28,5	29,6	30,8
Forderungen aus Lieferung und Leistung	98,4	85,8	85,4	88,7	92,5
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	8,6	6,3	6,3	6,5	6,8
Wertpapiere	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flüssige Mittel	38,8	15,6	23,2	25,8	29,7
Summe Aktiva	328,9	287,4	292,4	300,3	311,1
Passiva in Mio. EUR					
Eigenkapital	122,6	110,4	106,0	110,1	117,5
Eigenkapital (vor Dritten)	122,2	110,0	105,6	109,7	117,1
Minderheitenanteile	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Langfristiges Fremdkapital	53,4	57,6	77,6	78,0	78,5
Rückstellungen für Pensionen	0,9	1,2	1,2	1,2	1,3
Sonstige Rückstellungen	1,8	1,9	1,9	2,0	2,1
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	42,0	47,1	67,1	67,1	67,1
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	8,7	7,4	7,4	7,6	8,0
Kurzfristiges Fremdkapital	152,9	119,4	108,8	112,3	115,1
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	34,7	22,9	42,8	42,8	42,8
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	2,3	1,7	1,7	1,8	1,9
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	54,6	44,2	41,7	44,2	46,0
Sonstige Verbindlichkeiten	61,2	50,6	22,6	23,4	24,4
Summe Passiva	328,9	287,4	292,4	300,3	311,1

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

euromicron AG – Bilanzstruktur

Aktiva	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Langfristige Vermögensgegenstände	47,2%	52,4%	51,0%	49,9%	48,6%
Sachanlagen	4,4%	4,9%	4,3%	4,3%	4,6%
Immaterielle Vermögenswerte	41,7%	46,7%	45,9%	44,7%	43,2%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	52,8%	47,6%	49,0%	50,1%	51,4%
Vorräte	8,5%	10,1%	9,7%	9,8%	9,9%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	29,9%	29,9%	29,2%	29,5%	29,7%
Flüssige Mittel	11,8%	5,4%	7,9%	8,6%	9,5%
Passiva					
Eigenkapital	37,3%	38,4%	36,3%	36,6%	37,8%
Langfristiges Fremdkapital	16,2%	20,0%	26,5%	26,0%	25,2%
Rückstellungen für Pensionen	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	12,8%	16,4%	23,0%	22,4%	21,6%
Kurzfristiges Fremdkapital	46,5%	41,6%	37,2%	37,4%	37,0%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	10,6%	8,0%	14,7%	14,3%	13,8%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	16,6%	15,4%	14,2%	14,7%	14,8%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

euromicron AG – Kapitalflussrechnung

in Mio. EUR	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Nettogewinn (ber.)	-0,9	2,6	-4,4	4,0	7,4
Abschreibungen	8,9	9,7	11,1	11,0	11,7
Abschreibungen auf Firmenwerte & Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Rückstellungen	0,8	-0,2	0,0	0,2	0,2
Sonstiges	-10,0	-6,8	0,0	-0,1	0,0
Operativer Cash-flow (vor W/C-Änderung)	-1,1	5,3	6,8	15,1	19,3
Änderung der Vorräte	-0,5	-1,1	0,6	-1,1	-1,3
Änderung der Forderungen aus LuL	-1,6	12,6	0,4	-3,3	-3,8
Änderung der Verbindlichkeiten aus LuL	11,8	-10,4	-2,6	2,5	1,8
Änderung des sonstigen Working Capitals	30,8	-8,3	-28,0	0,6	0,7
Operativer Cash-flow	39,4	-1,9	-22,8	13,8	16,7
Auszahlungen für Investitionen (Capex)	-6,4	-6,4	-9,5	-11,5	-13,1
Auszahlungen für Akquisitionen	0,0	-8,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen	0,5	0,1	0,0	0,0	0,0
Ergebnis aus Anlageabgängen	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Einnahmen aus Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash-flow aus Investitionstätigkeit	-5,1	-14,3	-9,5	-11,5	-13,1
Freier Cash-flow	34,3	-16,2	-32,3	2,3	3,6
Kapitalmaßnahmen	6,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung von Finanzverbindlichkeiten	-5,4	-6,8	39,9	0,0	0,0
Erwerb von eigenen Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiger Finanzierungs-Cash-flow	-0,2	-0,2	0,0	0,3	0,3
Dividendenzahlungen	-2,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash-flow aus Finanzierungstätigkeit	-0,9	-7,0	39,9	0,3	0,3
Zunahme/ Abnahme der liquiden Mittel	33,4	-23,2	7,6	2,6	3,9
Auswirkungen von Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel zum Periodenbeginn	5,4	38,8	15,6	23,2	25,8
Veränderung der liquiden Mittel insgesamt	33,4	-23,2	7,6	2,6	3,9
Liquide Mittel zum Periodenende	38,8	15,6	23,2	25,8	29,7

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

euromicron AG – Kennzahlen

	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Ergebniskennzahlen					
EPS	-0,12	0,36	-0,61	0,56	1,03
Buchwert je Aktie	17,08	15,38	14,78	15,34	16,37
Freier Cash-flow je Aktie	4,78	-2,26	-4,51	0,32	0,50
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10
Bewertungskennzahlen					
EV/Umsatz	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	9,9	6,5	14,1	6,2	4,8
EV/EBIT	25,9	12,1	-150,0	12,5	8,4
Kurs-Gewinn-Verhältnis	-119,8	32,1	-12,5	12,5	6,8
Kurs-Buchwert-Verhältnis	0,8	0,7	0,5	0,5	0,4
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,4%
Rentabilitätskennzahlen					
EBITDA-Marge	4,4%	6,1%	2,9%	6,1%	7,3%
EBIT-Marge	1,7%	3,3%	-0,3%	3,0%	4,2%
Nettoumsatzrendite	-0,3%	0,7%	-1,3%	1,1%	2,0%
Return on capital employed (ROCE)	2,7%	6,3%	-0,4%	4,9%	6,9%
Produktivitätskennzahlen					
Kapitalumschlag	68,8%	63,9%	63,9%	62,2%	60,9%
Operating Leverage	0,7	-1,1	1,1	12,5	-0,4
Umsatz/Mitarbeiter	189.202	194.114	193.037	199.465	206.326
EBIT/Mitarbeiter	3.159	6.401	0	6.049	8.696
Anzahl der Mitarbeiter (in Tsd.)	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8
Finanzkennzahlen					
Eigenkapitalquote	37,3%	38,4%	36,3%	36,6%	37,8%
Nettofinanzverbind. (in Mio. EUR)	37,9	54,4	86,8	84,2	80,3
Nettofinanzverbind./Eigenkapital	30,9%	49,3%	81,8%	76,5%	68,3%
Zinsdeckung	1,4	3,1	-0,2	2,5	3,8
Nettofinanzverbind./ EBITDA	2,63	2,58	8,55	3,84	2,92
Working Capital (in Mio. EUR)	71,7	70,6	72,2	74,1	77,4
Veränderung Working Capital (in Mio. EUR)	-9,7	-1,1	1,6	1,9	3,3
WC / Umsatz	21,8%	20,4%	20,8%	20,6%	20,6%
Lagerdauer (Tage)	30	30	30	30	30
Inkassoperiode (Tage)	107	86	90	90	90
Zahlungsziel Lieferanten (Tage)	47	50	44	45	45
Geldumschlag (Tage)	90	66	76	75	75
Invest. in Sachanlagen / Abschreibungen	71,8%	66,0%	85,6%	104,5%	112,0%
Sonstige Kennzahlen					
CAGR Umsatz (letzte 3 Jahre)	17,4%	4,3%	1,6%	3,0%	2,7%
CAGR EBIT (letzte 3 Jahre)	-35,1%	-22,2%	-138,2%	25,7%	11,5%
CAGR Konzernergebnis (letzte 3 Jahre)	-142,2%	-40,7%	-179,8%	-267,1%	42,8%
Ausschüttungsquote	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	9,7%
Freier Cash-flow (in Mio. EUR)	34,3	-16,2	-32,3	2,3	3,6
Free Cash-flow-Rendite	33,3%	-19,8%	-59,5%	4,6%	7,2%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen