

Empfehlung: **Kaufen**

Kursziel: **26,00 Euro**

Kurspotenzial: **+27 Prozent**

Aktien­daten

| | |
|---------------------------------|--------------------|
| Kurs (Schlusskurs Vortag) | 20,50 Euro (XETRA) |
| Aktienanzahl (in Mio.) | 3,25 |
| Marktkap. (in Mio. Euro) | 66,6 |
| Enterprise Value (in Mio. Euro) | 62,7 |
| Ticker | FEV |
| ISIN | DE0005774103 |

Kursperformance

| | |
|--------------------------|--------|
| 52 Wochen-Hoch (in Euro) | 25,60 |
| 52 Wochen-Tief (in Euro) | 17,20 |
| 3 M relativ zum CDAX | +15,2% |
| 6 M relativ zum CDAX | +0,3% |



Quelle: Capital IQ

Aktionärsstruktur

| | |
|---------------------------------|-------|
| Streubesitz | 61,7% |
| TRM Beteiligungsgesellschaft | 31,4% |
| KR Fonds Investmentgesellschaft | 4,0% |
| GS&P Kapitalanlagegesellschaft | 2,9% |

Termine

| | |
|------------|------------------|
| HV | 14. Februar 2019 |
| H1 Bericht | 29. März 2019 |

Prognoseanpassung

| | 2019e | 2020e | 2021e |
|--------------|-------|-------|-------|
| Umsatz (alt) | 90,3 | 94,4 | 98,4 |
| Δ in % | - | - | - |
| EBIT (alt) | 7,6 | 7,9 | 8,7 |
| Δ in % | - | - | - |
| EPS (alt) | 1,67 | 1,75 | 1,83 |
| Δ in % | - | - | - |

Analysten

| | |
|--------------------|----------------------|
| Patrick Speck | Stephan Bonhage |
| +49 40 41111 37 70 | +49 40 41111 37 67 |
| p.speck@montega.de | s.bonhage@montega.de |

Publikation

| | |
|------------|------------------|
| Erststudie | 11. Februar 2019 |
|------------|------------------|

Marktführender Nischenplayer mit attraktiver Margenentwicklung

FORTEC ist ein Systemlieferant für hochwertige Elektronik in den Bereichen Displaytechnik, Stromversorgung und Embedded Computer-Technologie. Das Unternehmen adressiert vor allem Kunden in den **wachstumsstärkeren Zielbranchen** Industrieautomation, Sicherheitstechnik, Medizintechnik sowie Bahn- und Verkehrstechnik und profitiert von der zunehmenden Digitalisierung in diesen Sektoren. In Deutschland hat FORTEC bereits eine marktführende Stellung inne.

Die gute Wettbewerbsposition in einem kompetitiven Marktumfeld ist das Ergebnis **langjähriger Geschäftsbeziehungen zu über 2.500 Kunden** sowie des weitreichenden internationalen Lieferantennetzwerks, insbesondere mit führenden Herstellern aus Asien. Seit einigen Jahren positioniert sich FORTEC zudem durch **eigene Soft- und Hardware-entwicklungen sowie den Ausbau der Produktionsdienstleistungen** verstärkt als Anbieter komplexer kundenspezifischer Systeme und grenzt sich dadurch von den zumeist kleineren Wettbewerbern ab. Gepaart mit der zunehmenden Komplexität der Aufträge wächst so die Kundenbindung und der Anteil des höhermargigen Projektgeschäfts stetig.

Auch die weitere Unternehmensstrategie zielt darauf ab, durch innovative Ausweitungen des Produktportfolios eine **steigende eigene Wertschöpfung** und damit einen positiven Margeneffekt zu erzielen. Zugleich treibt FORTEC die **Stärkung der Wettbewerbsposition im europäischen Ausland** voran. Beide Ziele sind auch in der Ende September getätigten Akquisition zweier Mitbewerber in Großbritannien erkennbar. Mittel- bis langfristig soll in den europäischen Zielmärkten ein zum DACH-Raum äquivalenter Marktanteil erreicht werden.

Die zuletzt veröffentlichten Zahlen für Q1 2018/2019 (Beginn des GJ am 01. Juli) weisen trotz der erst kurz zuvor erfolgten Konsolidierung der neuen UK-Töchter eine **hohe Umsatz- und Ergebnisdynamik** auf. Die Erlöse stiegen um 11,3%, die EBIT-Marge verbesserte sich um 210 BP auf 10,8%. Für die anstehenden H1-Zahlen gehen wir von einer **Fortsetzung des profitablen Wachstumstrends** aus, so dass die Guidance eines organischen Wachstums im mittleren einstelligen Prozentbereich sowie einer leichten Steigerung des EBITs u.E. gut erreichbar ist. Auch die Mittelfristziele (2021: Umsatz rund 100 Mio. Euro, EBIT-Marge nachhaltig >8%) sollten vor diesem Hintergrund an Visibilität gewinnen.

Auf Basis unserer DCF-Bewertung weist die Aktie eine **signifikante Unterbewertung** auf, was durch eine Peergroup-Analyse zusätzlich untermauert wird (FORTEC EV/EBIT 2019e 8,3x vs. Peergroup 11,1x). In Anbetracht der guten Fundamentaldaten, der hohen Ergebnisqualität (ROCE >20%) sowie der geplanten Steigerung der Kapitalmarkt-kommunikation sehen wir kurzfristig deutliches Upside-Potenzial für die Aktie.

Fazit: FORTEC ist ein Profiteur des digitalen Umbruchs in weiten Teilen der Industrie. Die sichtbaren Erfolge der Transformation des Geschäftsmodells vom reinen Distributor zum Lösungsanbieter erscheinen uns nicht ausreichend im Kurs reflektiert. Wir halten das Unternehmen daher für ein attraktives Investment und nehmen die Aktie mit einer Kaufempfehlung und einem Kursziel von 26,00 Euro in die Coverage auf.

| Geschäftsjahresende: 30.06. | 2017 | 2018 | 2019e | 2020e | 2021e |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Umsatz | 78,5 | 79,6 | 90,3 | 94,4 | 98,4 |
| Veränderung yoy | 0,4% | 1,3% | 13,5% | 4,5% | 4,2% |
| EBITDA | 6,0 | 6,6 | 8,3 | 8,7 | 9,4 |
| EBIT | 5,5 | 6,0 | 7,6 | 7,9 | 8,7 |
| Jahresüberschuss | 4,3 | 4,3 | 5,4 | 5,7 | 5,9 |
| Rohertagsmarge | 31,2% | 31,8% | 32,2% | 32,0% | 32,1% |
| EBITDA-Marge | 7,7% | 8,3% | 9,2% | 9,2% | 9,6% |
| EBIT-Marge | 7,0% | 7,6% | 8,4% | 8,4% | 8,8% |
| Net Debt | -0,9 | -1,2 | -2,1 | -3,8 | -5,7 |
| Net Debt/EBITDA | -0,1 | -0,2 | -0,2 | -0,4 | -0,6 |
| ROCE | 20,9% | 21,5% | 22,9% | 20,7% | 21,6% |
| EPS | 1,44 | 1,33 | 1,67 | 1,75 | 1,83 |
| FCF je Aktie | 1,54 | 0,64 | 0,58 | 1,18 | 1,30 |
| Dividende | 0,60 | 0,60 | 0,65 | 0,70 | 0,70 |
| Dividendenrendite | 2,9% | 2,9% | 3,2% | 3,4% | 3,4% |
| EV/Umsatz | 0,8 | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 0,6 |
| EV/EBITDA | 10,4 | 9,5 | 7,5 | 7,2 | 6,6 |
| EV/EBIT | 11,4 | 10,4 | 8,3 | 7,9 | 7,2 |
| KGV | 14,2 | 15,4 | 12,3 | 11,7 | 11,2 |
| P/B | 2,4 | 2,2 | 1,7 | 1,5 | 1,4 |

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 20,50

INHALTSVERZEICHNIS

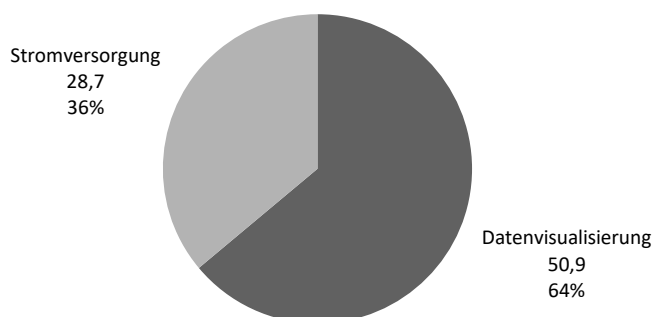
| | |
|--|-----------|
| Investment Case | 3 |
| Gute Positionierung in attraktiven Wachstumsnischen | 3 |
| Marktführende Position im DACH-Raum kombiniert mit Technologie-Know-how | 5 |
| Solides organisches Umsatzwachstum erwartet | 6 |
| Stetige Profitabilitätsverbesserungen als Track Record | 7 |
| Keine unmittelbaren Brexit-Auswirkungen auf das UK-Exposure zu erwarten | 7 |
| Guidance realistisch – Positiver Newsflow sollte anhalten | 8 |
| Attraktives Bewertungsniveau | 8 |
| Fazit | 8 |
| Timing und Sentiment | 9 |
| Intensivere Kapitalmarktkommunikation und positiver Newsflow erwartet | 9 |
| SWOT | 11 |
| Stärken | 11 |
| Schwächen | 11 |
| Chancen | 11 |
| Risiken | 12 |
| Markt und Wettbewerb | 13 |
| High Tech-Systemzulieferer mit marktführender Position in Deutschland | 13 |
| Adressierter Markt mit dreistelligem Milliardenumsatz in Deutschland | 13 |
| Deutscher Displaymarkt mit klarem Wachstumstrend | 14 |
| Wachsende Nachfrage im Bereich Embedded Computer-Boards | 16 |
| Heterogene Wachstumsaussichten für die Industrielle Stromversorgung | 16 |
| Internationalisierung zielt auf Wachstumspotenziale im europäischen Ausland | 18 |
| Wettbewerbsqualität | 19 |
| Diversifiziertes und komplementäres Produktportfolio | 19 |
| Marktführende Position im DACH-Raum legt Basis für internationale Expansion | 20 |
| Langjährige Kunden- und Lieferantenbeziehungen | 20 |
| Hohe wettbewerbsentscheidende Technologiekompetenz | 21 |
| Finanzen | 22 |
| Gute Ertragskraft im Kerngeschäft | 22 |
| Solide Umsatz- und Ergebnisentwicklung erwartet | 23 |
| Systemhauscharakter und andere strategische Maßnahmen treiben Profitabilität | 24 |
| ROCE auf konstant hohem Niveau | 26 |
| Working Capital-Verbesserungen als Treiber des Free Cashflows | 26 |
| Solide Bilanzstruktur mit Finanzierungskraft | 27 |
| Bewertung | 28 |
| DCF-Modell | 28 |
| Peergroup | 30 |
| Unternehmenshintergrund | 32 |
| Segmentbetrachtung | 33 |
| Produkte und Wertschöpfungskette | 34 |
| Märkte und Umsatz | 35 |
| Management | 35 |
| Aktionärsstruktur | 36 |
| Anhang | 37 |
| Disclaimer | 41 |

INVESTMENT CASE

FORTEC ist ein Systemzulieferer der High Tech-Industrie und bietet seinen Kunden eine breite Produktpalette aus den Bereichen Displays (Flachbildschirme), industrielle Stromversorgungen und Embedded Computer-Technologie an. Das Unternehmen durchlief in den letzten Jahren eine erfolgreiche Transformation vom reinen Hardware-Distributor zu einem Anbieter komplexer Subsysteme für Gerätehersteller und Endkunden. Aus der Modifizierung von Standardprodukten resultieren eine steigende Wertschöpfung bei FORTEC und wachsende Einsatzmöglichkeiten sowie Synergiepotenziale für die Anwender.

Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit liegt auf der DACH-Region (Umsatzanteil ca. 70%), in der FORTEC bereits über eine marktführende Position verfügt. Der Ausbau des Auslandsanteils an den Konzern Erlösen stellt eine wesentliche strategische Stoßrichtung dar und wird u.a. durch Akquisitionen wie jüngst in Großbritannien vorangetrieben. Nach der Ende September erfolgten Übernahme der beiden britischen Gesellschaften Display Solutions und Components Bureau (Jahresumsatz insgesamt ca. 8,1 Mio. Euro, Konsolidierung ab Q2 2018/2019) dürfte das Segment Datenvisualisierung im laufenden Geschäftsjahr 2018/2019 (Beginn am 01.07.2018) zukünftig mehr als zwei Drittel der Konzern Erlöse ausmachen.

Umsatzsplit nach Segmenten im Gj. 2017/2018
(in Mio. Euro)

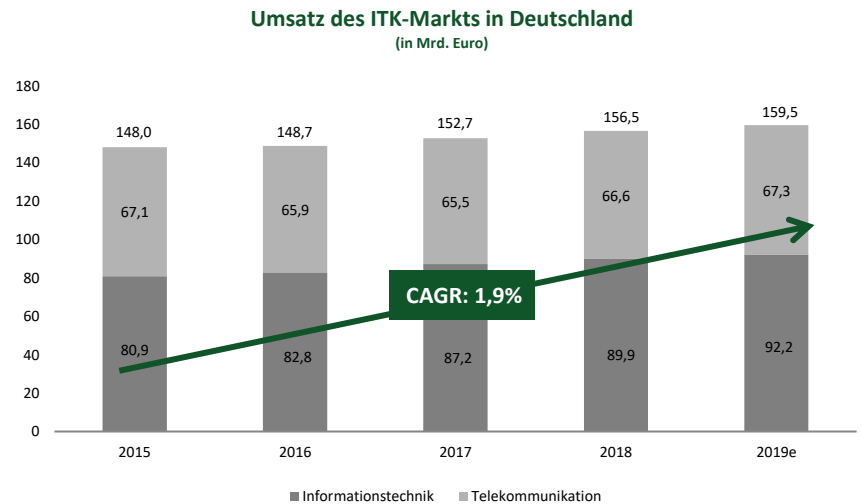


Quelle: Unternehmen

Gute Positionierung in attraktiven Wachstumsnischen

Mit dem angebotenen Produktportfolio profitiert FORTEC insbesondere von technologischen Megatrends rund um die Themen Industrie 4.0 und Internet of Things (IoT) sowie der zunehmenden Digitalisierung in einer Vielzahl von Anwendungsfeldern. Der wachsende Einsatz von Automatisierungs- und Informationstechnik in technologisch anspruchsvollen Bereichen wie der Medizin- und Sicherheitstechnik, Industrieautomation, Telekommunikation oder Automotive stellt demnach einen wesentlichen Markttreiber dar.

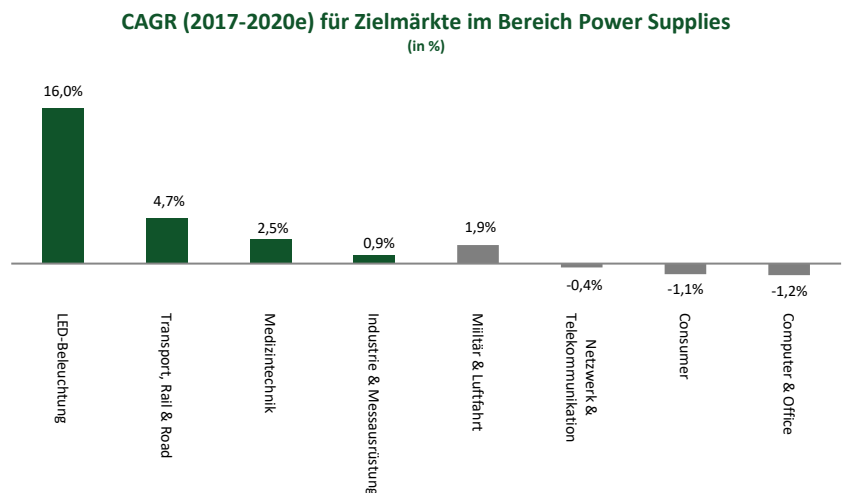
Der für FORTEC dabei primär relevante deutsche Markt für Informations- und Telekommunikationstechnologien (ITK) weist jährlich einen mittleren dreistelligen Milliardenumsatz auf. Nach Angaben des Branchenverbands Bitkom stieg das gesamte Marktvolumen des deutschen ITK-Markts in den letzten Jahren von 148,0 Mrd. Euro in 2015 auf 156,5 Mrd. Euro in 2018 an (CAGR: 1,9%). Für 2019 wird mit einem leichten Wachstum von 1,9% auf ein Gesamtumsatzvolumen i.H.v. 159,5 Mrd. Euro gerechnet.



Quelle: Bitkom, EITO

Dabei ist zu beachten, dass der für FORTEC relevantere Teilmarkt der Informationstechnik höhere Wachstumsraten aufweist als der eher gesättigte Telekommunikationsmarkt (CAGR 2015-2019e: 2,6% vs. 0,1%). Dennoch sind auch die Märkte für hochwertige Elektronik wie Displaytechnologien und industrielle Stromversorgungen durch hohen Preiswettbewerb und starke Konkurrenz geprägt. So ist aufgrund des technischen Fortschritts tendenziell ein ständiger Rückgang der Marktpreise bei gleichbleibenden Leistungsdaten bzw. eine überdurchschnittliche Steigerung der Leistung bei konstanten Preisen zu beobachten.

Gleichzeitig bieten sich aber insbesondere für Systemanbieter wie FORTEC attraktive Nischenmärkte. Bei Betrachtung der einzelnen Wachstumspotenziale für das Segment Stromversorgungen sticht insbesondere das Wachstum im Bereich der LED-Beleuchtung hervor (CAGR 2017-2020e: 16,0%). FORTEC erzielt in diesem Segment bereits ca. 20% seiner Umsätze mit Netzteilen für die Lichttechnikbranche. Wesentliche Gründe für die wachsende Verbreitung der LED-Beleuchtung sind die bessere Energieeffizienz, eine längere Lebensdauer sowie eine optimierte Lichtqualität. Die weiteren von FORTEC adressierten Zielbranchen wie die Medizintechnik und das Transportwesen weisen ebenfalls überproportionale Zuwachsraten hinsichtlich des zukünftigen Bedarfs an Stromversorgungen auf. Wesentliche Treiber sind hier die wachsende technische Komplexität der Produkte, wodurch zudem vermehrt individuelle Lösungen von den Kunden nachgefragt werden.



Quelle: Micro-Tech Consultants

Ebenso wie im Bereich der industriellen Stromversorgung bietet die Datenvisualisierung für FORTEC in Zukunft interessante Wachstumsmöglichkeiten. In diesem Segment ist der Vertrieb von Displaylösungen für den Industriebereich das wichtigste Geschäftsfeld. Als geeigneter Indikator für die Marktentwicklung dient u.E. das Importvolumen von LCD- und LED-Panels nach Deutschland, das nach Angaben von Eurostat zwischen 2014 und 2016 mit einer CAGR von 12,3% zulegen. Dieser positive Trend sollte sich in naher Zukunft fortsetzen, da insbesondere die Anwendungsmöglichkeiten von Displays und Touchscreens im Industriebereich stetig zunehmen. Als wesentliche Markttreiber gelten die folgenden:

- **Touchscreen- und Displaylösungen** dienen der Visualisierung industrieller Produktionsprozesse sowie der vereinfachten Steuerung komplexer Maschinen und Roboter durch Wegfall von Hebeln oder Knöpfen.
- Bildschirme sind als **zentrale Mensch-Maschine-Schnittstelle** konzipiert, durch die Menschen mit Robotern und Maschinen kommunizieren oder diesen Befehle erteilen können.
- Die verstärkte Ausstattung von Fahrzeugen mit Touch-Displays oder Displayanzeigen erhöht den **Displaybedarf der Automobilindustrie** (Navigationsgerät, Multi-Media-Steuerung, digitale Tachoanzeige etc.).
- Im Bereich **Digital Signage**, d.h. durch den Einsatz digitaler Inhalte bei Werbe- und Informationssystemen wie Reklametafeln oder Textdisplays an Bahnhöfen und Flughäfen, wächst die Nachfrage nach hochwertigen Displays.
- Die wachsenden Einsatzmöglichkeiten der Displaytechnologie erhöhen den Bedarf an **individuellen Displaydesigns** und Innovationen wie z.B. faltbaren Displays. Wichtige Trends sind hier das IoT, Smart Home-Anwendungen und Mobilgeräte.

Marktführende Position im DACH-Raum kombiniert mit Technologie-Know-how

FORTEC zählt in den adressierten Wachstumsnischen Displaytechnik und Stromversorgung zu den **Marktführern im deutschsprachigen Raum**. Eigene Vertriebsbüros in der DACH-Region garantieren eine hohe Kundennähe sowie kurze Liefer- und Vertriebswege. Die gute Positionierung entlang der gesamten Wertschöpfungskette spiegelt sich in einem gewachsenen Kundenstamm von über 2.500 Kunden und einem weitreichenden internationalen Lieferantennetzwerk wider. Zudem konzentriert sich FORTEC primär auf Kunden mit hohem Wachstumspotenzial, die in Zukunftsmärkten agieren. Aufgrund der kundenindividuelleren Aufträge gelingt es dem Unternehmen zunehmend, **strategische und langjährige Partnerschaften** einzugehen. Hervorzuheben ist, dass FORTEC lediglich ein **geringes Kundenkonzentrationsrisiko** aufweist, da der größte Kunde nur ca. 4 bis 5% des Gesamtumsatzes ausmacht.

Neben der marktführenden Position im DACH-Raum ist FORTEC in weiteren **internationalen Märkten** wie den USA und Großbritannien mit eigenen Vertriebsstrukturen tätig. Des Weiteren verfügt das Unternehmen über eine Tochtergesellschaft in Tschechien und eine Minderheitsbeteiligung in den Benelux-Staaten. Die hohe Wertschöpfungskompetenz sowie die etablierte Stellung als Bindeglied zwischen verschiedenen Produktionsstätten von international tätigen Elektroniklieferanten (insbesondere aus Asien) und Kunden aus Europa und den USA soll in Zukunft dazu genutzt werden, das Geschäftsmodell verstärkt zu internationalisieren und neue Zielkunden zu gewinnen. Hierbei soll langfristig auf dem europäischen Markt (Gesamtvolumen MONE: ca. 500 Mio. Euro) ein zum DACH-Raum äquivalenter Marktanteil von ca. 20% erreicht werden. Das Marktvolumen des europäischen Marktes zeigt das **Skalierungspotenzial** des Geschäftsmodells von FORTEC.

Ein weiterer Wettbewerbsvorteil ist das **diversifizierte und komplementäre Produktportfolio** des Unternehmens. Der Kunde kann sich entweder für einzelne Komponenten entscheiden oder umfangreiche Lösungen wählen, bei denen sich mehrere Komponenten zu einem Subsystem ergänzen und dadurch Synergieeffekte zustande kommen. FORTEC wandelt sich durch **eigene Soft- und Hardwareentwicklungen** sowie den Ausbau der Produktionsdienstleistungen zum **Anbieter kundenspezifischer Produktlösungen** für den industriellen Einsatz.

Dieser USP soll in Zukunft ausgebaut werden, um sich langfristig als Systemhaus mit Matrixstruktur weiterzuentwickeln. Hierfür sind weitere strategische Investitionen oder Akquisitionen kleinerer Wettbewerber denkbar (Sweet Spot: Umsatz 3 bis 8 Mio. Euro), die FORTEC aufgrund seiner guten Finanzkraft kurzfristig jederzeit tätigen könnte. Im Bereich Industrielle Stromversorgung besitzt FORTEC bereits ein hohes Know-how in **Applikation, Problemlösung und technischem Service**. Die optimistische Einschätzung dieses Geschäftszweigs durch die Unternehmensführung von FORTEC zeigt sich beispielsweise anhand der laufenden aktuellen Verdopplung der Lagerkapazitäten.

Die bereits beschriebenen übergeordneten Markttrends führen dazu, dass sich FORTEC somit immer mehr vom klassischen Distributor zum **Lösungsanbieter für komplexe Aufträge** entwickelt. FORTEC kann dabei auf sein **breites internationales Lieferantennetzwerk** zurückgreifen und den Kunden maßgeschneiderte Lösungen anbieten, wie individuelle Displayformen oder Industrie-PCs. Dadurch kann sich das Unternehmen insbesondere von kleineren Wettbewerbern abgrenzen, die nicht dieses Know-how und die notwendigen Lieferantenbeziehungen besitzen.

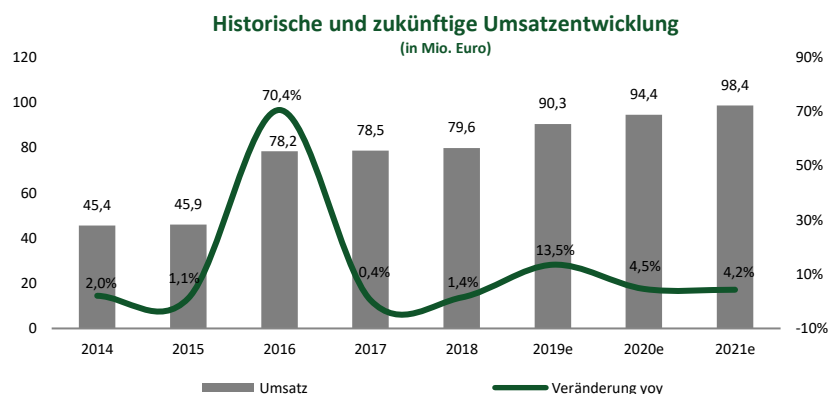
Im wettbewerbsintensiven Marktumfeld besitzt FORTEC zudem eine **starke eigene Technologiekompetenz** in den adressierten Produktbereichen. Die eigens entwickelte Technologie im Bereich Optical Bonding setzt den aktuellen Industriestandard und erhöht die Einsatzfähigkeit von Displays im Außenbereich und unter schwierigen Bedingungen (wie z.B. bei Straßenbaumaschinen) signifikant. Zudem besitzt FORTEC **eigene Spezialistenteams** in den Bereichen Softwareentwicklung, Produktion und Montage.

Solides organisches Umsatzwachstum erwartet

In der jüngeren Vergangenheit konnte FORTEC die Umsätze kontinuierlich über organisches und anorganisches Wachstum steigern. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017/2018 wuchs der Gesamtumsatz um 1,3% auf 79,6 Mio. Euro. Für das laufende Geschäftsjahr erwarten wir einen überdurchschnittlichen Umsatzzuwachs von 13,5% auf 90,3 Mio. Euro. Wesentliche Gründe hierfür sind die zwei Akquisitionen in Großbritannien mit einem zusätzlichen Umsatzbeitrag im laufenden Geschäftsjahr i.H.v. rund 6 Mio. Euro. Darüber hinaus rechnen wir mit einem organischen Wachstum von 6,0%, was leicht über der vom Unternehmen kommunizierten Guidance eines Umsatzwachstums im mittleren einstelligen Prozentbereich liegt.

Aufgrund der schwachen Vorjahresbasis sowie der erstmaligen Konsolidierung der neuen UK-Töchter erwarten wir für die am 29. März anstehenden Q2-Zahlen eine starke Umsatzentwicklung von +15,0% im Vergleich zum Vorjahresquartal auf rund 20 Mio. Euro. Zudem weist das Unternehmen aktuell einen hohen Auftragsbestand von rund 47 Mio. Euro auf, trotz des angespannteren konjunkturellen Umfelds seit Ende letzten Jahres.

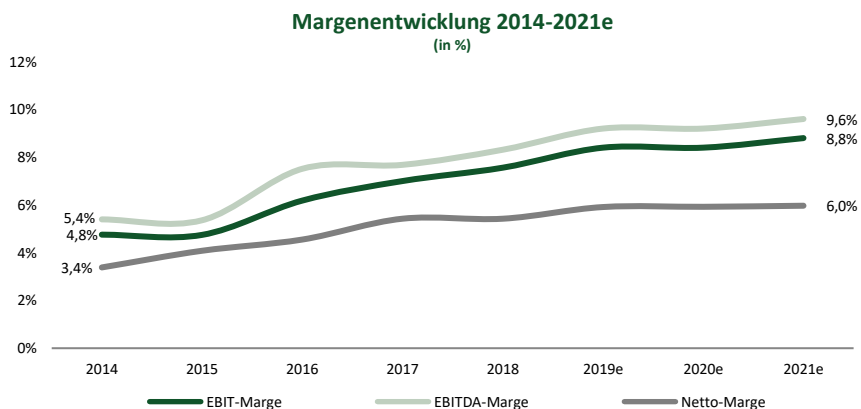
In Summe gehen wir im mittelfristigen Planungszeitraum von weiter steigenden Umsätzen auf 98,4 Mio. Euro in 2021 aus, womit wir die Unternehmensguidance von ca. 100 Mio. Euro Umsatz bis 2021 als realistisch erachten, zumal weitere Akquisitionen zu erwarten sind, die wir in unseren Prognosen noch nicht berücksichtigt haben.



Quelle: Unternehmen, Montega

Stetige Profitabilitätsverbesserungen als Track Record

Im letzten Geschäftsjahr 2017/2018 konnte FORTEC mit einem EBIT von 6,0 Mio. Euro ein Rekordergebnis erzielen. Dies bedeutete eine EBIT-Marge von 7,6% (VJ: 7,0%). Die positive Profitabilitätsentwicklung des abgelaufenen Geschäftsjahres ist dabei nicht ein singuläres Ereignis, sondern zeigt sich auch bei einer längeren Zeiträumbetrachtung seit 2014. Darin spiegeln sich u.E. die Erfolge der verfolgten Unternehmensstrategie wider, durch innovative Weiterentwicklungen des Produktportfolios eine ständig steigende eigene Wertschöpfung und damit einen positiven Margeneffekt zu erzielen.



Quelle: Unternehmen, Montega

Wir erwarten eine Fortsetzung dieser Entwicklung und rechnen bis 2021 mit einer EBIT-Marge von 8,8% bzw. einem EBIT von 8,7 Mio. Euro. Die zusätzlichen Ergebnisbeiträge und die Margenexpansion resultieren aus einer verbesserten Rohertragsmarge sowie einer rückläufigen Personalkostenquote, womit die unter dem aktuellen Management eingeleiteten Maßnahmen zur Hebung interner Synergien und avisierte Kostenoptimierungen zum Tragen kommen sollten. Des Weiteren gehen wir für 2019 ff. aufgrund der Expansionsfinanzierung von einem leicht verschlechterten Finanzergebnis sowie einer Normalisierung der Steuerquote ab 2021 auf 30% aus (2017/2018: 28,0%). Die genannten Faktoren sollten in Summe dazu führen, dass das zuletzt erreichte EPS von 1,33 Euro auf 1,83 Euro in 2021 steigt.

Keine unmittelbaren Brexit-Auswirkungen auf das UK-Exposure zu erwarten

Mit Blick auf den bevorstehenden Brexit gehen wir trotz der zwei Akquisitionen in Großbritannien nicht von unmittelbaren negativen Folgen für FORTEC aus. So war das Unternehmen bereits zuvor mit der Tochter Display Technology im UK-Markt aktiv (MONE: Umsatz ca. 3 Mio. Euro). Die Zukäufe bringen das UK-Geschäft vielmehr nun auf die notwendige kritische Größe, um durch die neu gewonnenen Lagerkapazitäten eigenständiger agieren zu können, zumal der Import direkt aus Asien und nicht über EU-Gebiet erfolgt. Der bisherige Exportanteil des UK-Exposures (MONE: ca. 1 Mio. Euro) nach Kerneuropa kann laut dem Unternehmen gegebenenfalls zukünftig über die Vertriebsstrukturen in Deutschland abgewickelt werden.

Der Ausbau der Marktstellung im zweitgrößten europäischen Stromversorgungsmarkt Großbritannien stellt somit einen wichtigen Teil der Internationalisierungsstrategie dar. Zudem ist der Auftragsbestand in UK weiterhin hoch und ein signifikanter Auftragsrückgang ist auf Seiten des Unternehmens aktuell nicht zu verzeichnen. Der Kaufpreis für die beiden Gesellschaften Display Solutions und Components Bureau lag insgesamt im mittleren einstelligen Millionenbereich (MONE: 5,0 Mio. Euro). Zu betonen ist, dass der bisherige Eigentümer aus Altersgründen und nicht aufgrund der Brexit-Unsicherheiten eine Nachfolgeregelung treffen wollte.

FORTEC baut damit die Marktstellung im grundsätzlich attraktiven und wichtigen britischen Markt signifikant aus und stärkt das Margenniveau im Segment Datenvisualisierung. (Nettomarge der UK-Töchter >7%). Aus diesem Grund sehen wir die Akquisitionen als

sinnvolle strategische Richtungsentscheidung, mit der FORTEC seine internationale Wahrnehmung als High Tech-Zulieferer deutlich erhöht.

Guidance realistisch – Positiver Newsflow sollte anhalten

Für das laufende Geschäftsjahr 2018/2019 erwartet FORTEC eine leichte Verbesserung des EBITs bzw. eine EBIT-Marge von ca. 8%, die auch mittelfristig nicht unterschritten werden soll. Für das erste Quartal 2018/2019 wurden bereits sehr positive Zahlen vorgelegt. Der Umsatz stieg um 11,3% auf 21,8 Mio. Euro, das EBIT konnte deutlich überproportional auf 2,4 Mio. Euro gesteigert werden, womit eine zweistellige EBIT-Marge von 10,8% erzielt wurde (+210 BP).

Weitere wesentliche Ereignisse des 1. Quartals waren eine erfolgreiche Kapitalerhöhung zur Finanzierung der zwei Unternehmensakquisitionen in Großbritannien. Dazu wurden rund 0,3 Mio. neue Aktien zu einem Preis von 20,60 Euro ausgegeben (Bruttoemissionserlös ca. 6,1 Mio. Euro), die zu rund 70% bei institutionellen Investoren sowie zu 30% beim Großaktionär TRM platziert wurden. In Anbetracht einer durch damalige Lieferengpässe belasteten schwachen Vorjahresbasis rechnen wir mit einer anhaltend profitablen Wachstumsdynamik für das zu Ende Dezember abgelaufene zweite Quartal und damit weiterem positiven Newsflow. Zudem ist von FORTEC künftig eine verstärkte Kapitalmarktkommunikation zu erwarten, was die Aufmerksamkeit der Aktie bei potenziellen Investoren steigern sollte.

Attraktives Bewertungsniveau

Wir haben FORTEC auf Basis eines DCF-Modells bewertet und das Ergebnis um eine Peergroup-Analyse ergänzt. Beide Bewertungsverfahren zeigen eine klare Unterbewertung der Aktie auf.

- **DCF:** Wir gehen von soliden organischen Wachstumsraten und einer stetigen Profitabilitätsverbesserung bei FORTEC aus, was sich unmittelbar positiv auf den Verlauf der Free Cashflows auswirken sollte. Unter der Annahme eines Beta von 1,3 und eines WACC von 8,34% ergibt sich aus dem DCF-Modell ein fairer Wert der Aktie von 26,00 Euro. Auf Basis des letzten Schlusskurses impliziert dies ein attraktives Upside von 27%.
- **Peergroup:** Das Ergebnis der Peergroup unterstützt das Resultat unserer DCF-Bewertung. Mit einem KGV 2019e von 12,3x notiert die Aktie von FORTEC klar unterhalb des Peergroup-Durchschnitts von 16,5x. Das Peergroup-KGV impliziert hierbei einen fairen Wert von 27,50 Euro je FORTEC-Aktie. Auf der Basis des EV/EBIT- Multiples für 2019e zeigt FORTEC (EV/EBIT 2019e: 8,3x) im Vergleich zur Peergroup (EV/EBIT 2019e: 11,1x) ebenfalls ein Upside von ca. 30% auf.

Aufgrund der Heterogenität der Peergroup und der damit verbundenen schwereren Vergleichbarkeit erachten wir das Ergebnis unserer DCF-Bewertung jedoch als relevanter für die faire Kursermittlung der Aktie. Dementsprechend sehen wir einen fairen Wert von 26,00 Euro für die Aktie von FORTEC.

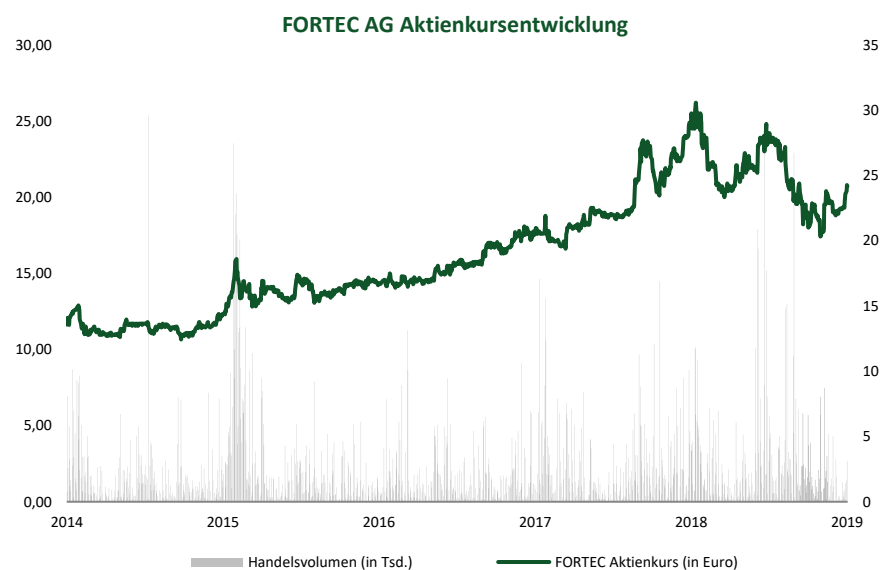
Fazit

FORTEC ist ein bisher am Kapitalmarkt zu wenig sichtbarer High Tech-Systemzulieferer, der sich verstärkt von der reinen Distribution zum integrierten Lösungsanbieter wandelt. Das Unternehmen hat sich in beiden Geschäftssegmenten in attraktiven Zielmärkten positioniert, von deren Wachstum FORTEC in Zukunft überproportional profitieren sollte. Neben dem bestehenden branchenübergreifenden Kundenstamm dürfte das Unternehmen weitere Kunden mit Wachstumspotenzial auf nationaler und internationaler Ebene gewinnen. Mit der Prognose eines dreistelligen Millionenumsatzes bis 2021 sollte FORTEC in neue Ergebnis- und Profitabilitätsdimensionen vorstoßen, was die Kapitalmarktvisibilität des Unternehmens erhöhen dürfte. Die aktuelle Bewertung von FORTEC spiegelt die starken Fundamentaldaten sowie die Zukunftsaussichten des Unternehmens u.E. nicht ausreichend wider. Wir nehmen die FORTEC-Aktie daher mit dem Rating „Kaufen“ und einem Kursziel von 26,00 Euro in die Coverage auf.

TIMING UND SENTIMENT

Die FORTEC-Aktie befand sich bis Mitte vergangenen Jahres in einem mehrjährigen stetigen Aufwärtstrend und erreichte dabei im Februar 2018 ihr bisheriges All-Time-High von 26,20 Euro. Verursacht durch die allgemeine Marktschwäche, insbesondere im Bereich der Small- und Midcaps, fiel der Aktienkurs trotz der Bekanntgabe zweier richtungsweisender Akquisitionen zwischenzeitlich auf unter 20 Euro. Auch die Präsentation der Geschäftszahlen zum abgelaufenen Geschäftsjahr konnte seinerzeit den kurzfristigen Abwärtstrend zunächst nicht stoppen.

Seit Eröffnung des neuen Börsenjahres ist jedoch neuerlich eine klare Aufwärtstendenz erkennbar (YTD: +7,4%). Anzumerken ist das nach wie vor niedrige Handelsvolumen, was an der geringen Marktkapitalisierung, der fehlenden Indexzugehörigkeit und zusätzlich der bislang zurückhaltenden Kapitalmarktcommunication liegt.



Quelle: Unternehmen, Capital IQ

Intensivere Kapitalmarktcommunication und positiver Newsflow erwartet

Im Rahmen der Q1-Zahlen legte FORTEC mit einem Umsatzwachstum von über 11% und einer signifikanten Ergebnissteigerung einen starken Jahresauftakt hin. Vor diesem Hintergrund erscheint die Guidance eines organischen Umsatzwachstums im mittleren einstelligen Prozentbereich sowie einer leichten Verbesserung des EBITs u.E. konservativ. Wir rechnen daher mit einem positiven Newsflow in den kommenden Monaten und sehen insbesondere die folgenden Treiber:

- **Schwaches Vorjahresquartal:** Aufgrund einer geringen Vergleichsbasis aus dem Vorjahresquartal (Umsatz -7%) sollten die Q2-Zahlen umsatz- und ergebnisseitig größere Zuwächse verzeichnen. Während FORTEC im 2. Quartal des Vorjahres u.a. in stärkerem Maße mit Lieferengpässen zu kämpfen hatte, wurden im Laufe des letzten Geschäftsjahres entsprechende neue Lagerkapazitäten aufgebaut, so dass sich diese Situation etwas entschärft hat.
- **Rege M&A-Aktivität:** Die beiden UK-Akquisitionen aus September 2018 werden im laufenden Jahr voll konsolidiert und tragen daher anorganisch zum Umsatz- und Ergebniswachstum bei. Zusätzlich bilden die Zukäufe die Basis für eine weitere internationale Expansion und den Ausbau der Marktstellung. Ausreichend liquide Mittel für weiteres anorganisches Wachstum sind vorhanden.
- **Hoher Auftragsbestand:** Der im ersten Quartal veröffentlichte Auftragsbestand i.H.v. 47 Mio. Euro verspricht eine solide Kapazitätsauslastung von FORTEC im

laufenden Jahr. Weiterhin sorgen die langfristigen Projekte und die Tätigkeit in zukunftssträchtigen Wachstumsmärkten u.E. für eine recht visible Planbarkeit.

- **Directors Dealings:** Der bereits erwähnte, u.E. ungerechtfertigte Kursrücksetzer im Dezember war Anlass für ein erstmaliges Directors Dealing der seit 01. Juli 2017 amtierenden Vorstandssprecherin Sandra Maile. So investierte sie zu einem Durchschnittskurs von rund 19,88 Euro insgesamt knapp 20.000 Euro in die FORTEC-Aktie. Dies verdeutlicht u.E. die Zuversicht hinsichtlich der weiteren operativen Entwicklung durch das Management.

Fazit: Aufgrund des aktuell noch vergleichsweise schlechten Börsensentiments hat die Aktie u.E. unbegründet gelitten, konnte sich jedoch angesichts solider Fundamentaldaten bereits etwas erholen. In Anbetracht der erwarteten guten H1-Zahlen (Veröffentlichung: 29. März) und der geplanten intensivierten Kapitalmarktkommunikation sehen wir kurz- und mittelfristig weiteres Upside-Potenzial.

Ebenso sollte die nahende Brexit-Entscheidung keinen wesentlichen negativen Einfluss haben, da FORTEC laut eigenen Angaben flexibel auf ein entsprechendes Szenario reagieren kann. Auch vor dem Hintergrund der historisch verlässlichen Dividendenzahlungen und der anlegerorientierten Dividendenpolitik ist der Titel vor der anstehenden Hauptversammlung Mitte Februar u.E. als Dividendenaktie interessant (erwartete Dividendenrendite von ca. 3%).

SWOT

FORTEC verfügt über eine führende Wettbewerbsposition in beiden Unternehmenssegmenten. In der DACH-Region besitzt das Unternehmen einen Marktanteil von ca. 20%, der u.E. aufgrund der anhaltenden Konsolidierung der Branche künftig steigen sollte. Wesentliche Wachstumssäulen von FORTEC sind der hohe Innovationsgrad, das breite Kunden- und Branchenspektrum sowie die allgemeinen Wachstumstrends in den Zielbranchen. Jedoch stehen den vielen Stärken auch einige Schwächen gegenüber, insbesondere aufgrund des intensiven Wettbewerbsumfelds.

Stärken

- Etablierter Systemzulieferer mit hohem Marktanteil in der DACH-Region
- Breite Produktpalette mit universellen Einsatzmöglichkeiten über viele Branchen hinweg sowie Verknüpfbarkeit zu Subsystemen
- Gute Positionierung in mehreren Wachstumssegmenten wie LED-Beleuchtung, Industrieautomation oder Medizintechnik
- Hoher Innovationsgrad mit jahrelangem Produkt-Know-how und flexibler Fertigung
- Langjährige Kunden- und Lieferantenbeziehungen durch ausgeprägtes Maß an Kundenorientierung, umfangreiche lokale Betreuung und technischen Service
- Geringes Kundenkonzentrationsrisiko, kein Kunde macht mehr als 5% der Konzern Erlöse aus
- Fundierte Unternehmenshistorie mit durchgehender Profitabilität und kontinuierlicher Dividendenzahlung

Schwächen

- Trotz starker Marktstellung keine Preissetzungsmacht bei Kunden und Lieferanten
- Intensiver Wettbewerb, der zu Lasten der Preisgestaltung geht und durch den technologischen Fortschritt zudem von stetigen Preisverfallstendenzen im Bereich hochwertiger Elektronik geprägt ist
- Abhängigkeit von Schlüssellieferanten und Gefahr von Lieferengpässen
- Partizipation des Geschäftsmodells bei Rezessionsentwicklungen

Chancen ergeben sich insbesondere aus den im September 2018 erfolgten UK-Akquisitionen, die neben der nationalen auch die internationale Expansion vorantreiben sollen. Weiterhin stellen die allgemeinen Marktentwicklungen in den Bereichen der vernetzten Produktion, IoT und der Industrieautomation wesentliche Wachstumsimpulse dar. Doch resultiert aus der Internationalisierung eine wachsende Abhängigkeit von Auslandsmärkten mit einhergehenden Währungsrisiken.

Chancen

- Nachholbedarf und Zugzwang der Unternehmen in den Bereichen Industrie 4.0, IoT sowie Mensch-Maschine-Interaktion begründen hohes Nachfragepotenzial nach Digitalisierungslösungen
- Fortschreitender Wandel vom reinen Distributor zum Systemhaus geht mit steigendem Margenpotenzial einher

- Komplexere Produkte bedürfen einer kundenspezifischeren Umsetzung, erhöhen die Wechselkosten für Kunden und steigern damit das Potenzial für wiederkehrende Umsätze
- Automatisierte Anwendungen und Embedded Systems substituieren manuelle Prozesse in nahezu allen Branchen und steigern letztlich den Bedarf von High Tech-Lösungen im Bereich Displays und Power Supplies

Risiken

- Überwiegend zyklische Endmärkte: Abschwächung der Konjunktur reduziert Anreiz für Unternehmen, in den Ausbau von Industrie 4.0-Lösungen und kompatiblen Systemen zu investieren
- Vorwärtsintegration birgt Gefahr des Direktvertriebs durch Gerätehersteller bzw. durch Großlieferanten statt über Intermediäre wie FORTEC
- Wachsende Abhängigkeit von der Entwicklung in Auslandsmärkten geht mit Währungsrisiken einher

MARKT UND WETTBEWERB

Als Systemlieferant adressiert FORTEC mit seinen Produkten Gerätehersteller und Endabnehmer aus der High Tech-Industrie. Hierzu gehören insbesondere die Bereiche Industrieautomation, Medizintechnik, Telekommunikation, Mess-, Steuerungs- und Regeltechnik, Maschinenbau, Sicherheitstechnik sowie Transportwesen. Die Schwerpunkte des Produktangebots bilden die Displaytechnik, Industrielle Stromversorgungen und Embedded Computer-Technologien, deren Teilmärkte wir im Folgenden daher genauer beleuchten.

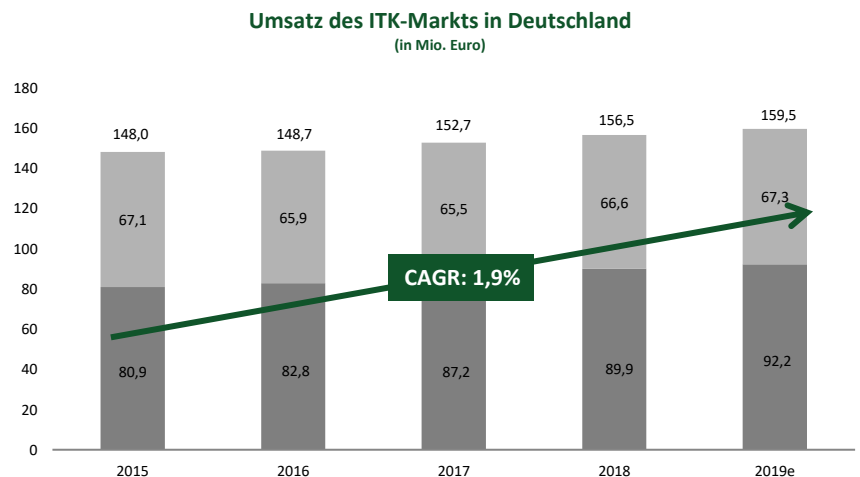
High Tech-Systemzulieferer mit marktführender Position in Deutschland

In einem technologisch anspruchsvollen Marktumfeld stellt die steigende Komplexität der Kundenprojekte eine wesentliche Herausforderung für die Marktakteure dar. Neben der Bereitstellung von Standardprodukten werden von den Anbietern zunehmend individuellere und produktspezifischere Lösungskompetenzen verlangt. FORTEC zeichnet sich hierbei im Wettbewerb insbesondere durch die Verknüpfung der unterschiedlichen Produktgruppen zu einheitlichen Subsystemen aus und bietet seinen Kunden modifizierte Produktlösungen an. In den deutschsprachigen Kernmärkten verfügt das Unternehmen über eine marktführende Position (MONE: Marktanteil ca. 20%), die durch langfristige Verträge mit Bluechip-Kunden und einen Kundenstamm von über 2.500 Firmen gekennzeichnet ist.

Die Struktur der Märkte von FORTEC entspricht grundsätzlich einem Polypol auf der Angebots- und Nachfrageseite. Keiner der Anbieter besitzt eine wesentliche Preissetzungsmacht bei den Lieferanten oder Kunden. Jedoch haben einige Akteure wie FORTEC durch die Fokussierung auf die Teilbereiche Stromversorgungen, Displaytechnik und Embedded Computing, die Integration dieser Einzelkomponenten zu komplexen Systemen sowie dem zugehörigen technischen Service attraktive Markt- und Wachstumsnischen besetzt.

Adressierter Markt mit dreistelligem Milliardenumsatz in Deutschland

Mit dem vorgestellten Produktangebot adressiert FORTEC vornehmlich den Markt für Informations- und Telekommunikationstechnologien (ITK), der allein in Deutschland jährlich einen dreistelligen Milliardenumsatz aufweist. In den vergangenen vier Jahren ist das Umsatzvolumen des deutschen ITK-Marktes nach Angaben des Branchenverbands Bitkom von 148,0 Mrd. Euro in 2015 auf 156,5 Mrd. Euro in 2018 gestiegen (CAGR: 1,9%). Für 2019 wird mit einem leichten Zuwachs i.H.v. 1,9% auf 159,5 Mrd. Euro gerechnet, womit sich der kurz- bis mittelfristige Wachstumstrend fortsetzen sollte.



Quelle: Bitkom, EITO

Das moderate Wachstum des ITK-Marktvolumens deutet vor dem Hintergrund der seit Jahrzehnten vorherrschenden Preisverfallstendenzen auf ein überproportionales Wachstum der nachgefragten Mengen hin. So ist auf dem Markt für professionelle

Elektronik aufgrund des technischen Fortschritts ein ständiger Rückgang der Marktpreise bei gleichbleibenden Leistungsdaten bzw. eine überdurchschnittliche Steigerung der Leistung bei konstanten Preisen zu beobachten. Dieser Trend dominiert auch die für FORTEC relevanten Teilmärkte des ITK-Marktes.

Das Überangebot auf der Herstellerseite verursacht einen allgemeinen Wettbewerbsdruck, so dass die fallenden Preisen direkt an die Kunden weitergegeben werden. Die gesunkenen Abnehmerpreise konnten bei FORTEC jedoch durch Ausweitungen im Distributionsvolumen weitgehend kompensiert werden.

Bei separater Betrachtung der Teilmärkte ist anzumerken, dass der für FORTEC relevantere Markt der Informationstechnik wesentlich stärker als der Telekommunikationssektor wächst (CAGR 2016-2019e: 3,6% vs. 0,7%). Die geringen Wachstumsraten in der Telekommunikation sind insbesondere im hohen Wettbewerbsdruck und in den gesättigten Märkten begründet. Im Vergleich dazu ist FORTEC mit seinen Produkten stärker in Wachstumsbranchen wie der Industrieautomation (2017: +12%) und der Messtechnik (2017: +9%) vertreten. Wir gehen deshalb auch künftig von einem überdurchschnittlichen Marktwachstum der Zielmärkte von FORTEC aus und sehen hier im Wesentlichen die folgenden Wachstumstreiber.

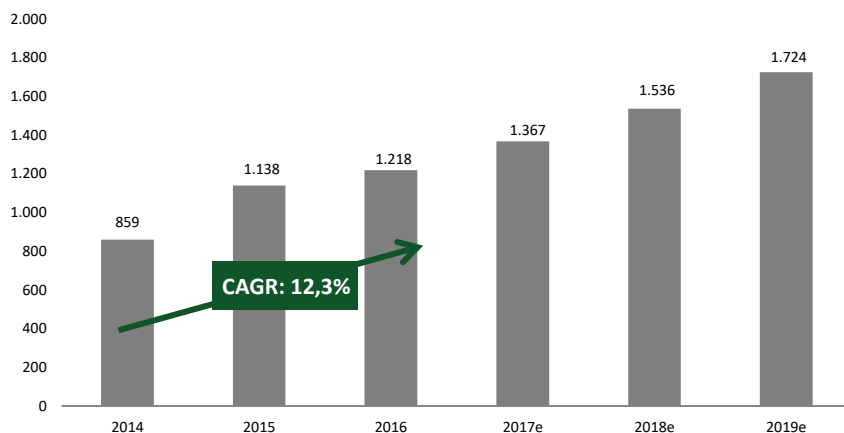
- Der stetig zunehmende Anteil der **Digitalisierung** an der industriellen Wertschöpfung sollte weiterhin zu einer verstärkten Nachfrage nach Produkten der Informationstechnik führen. Insbesondere der Nachholbedarf der deutschen Industrie bei der Digitalisierung setzt die Unternehmen immer stärker unter Zugzwang.
- Das Thema „**Internet of Things**“ (IoT) im industriellen Bereich, also die Vernetzung und Kommunikation von Gegenständen oder Maschinen mit der digitalen Welt, sollte weiter an Bedeutung gewinnen. Nach Schätzungen des Internetbranchenverbandes eco wird das Volumen des deutschen Industrial-IoT-Marktes von 2017 bis 2022 mit einer CAGR von 19% auf fast 17 Mrd. Euro wachsen.
- Der **Automatisierungstrend** bei Produktionsprozessen sollte auch in den nächsten Jahren stetig zunehmen, da die Unternehmen ihre Wettbewerbsfähigkeit und Profitabilität sichern müssen. Dabei werden vermehrt manuelle Aufgaben durch Robotik- und Automationstechnologien ersetzt. Das Analysehaus Market Research Future prognostiziert für den Bereich Industrieautomation ein kontinuierliches Wachstum (CAGR +6%) bis 2022. In Deutschland ist dieser Teilmarkt nach Angaben des VDMA seit 2010 mit einer CAGR von rund 9% gewachsen und dürfte 2018 ein Marktvolumen von mehr als 15 Mrd. Euro erreicht haben.

Deutscher Displaymarkt mit klarem Wachstumstrend

Im größten Geschäftssegment der Datenvisualisierung (Umsatzanteil 2017/2018: 64%) bewegt sich FORTEC vor allem im Bereich der Displaytechnik. Dieser Markt war in den letzten Jahren von einer wesentlich stärkeren Wachstumsdynamik geprägt als der allgemeine ITK-Markt, was u.a. anhand der Entwicklung der steigenden Importvolumina für Displays deutlich wird. Da FORTEC primär als zwischengeschalteter Reseller von Displays zwischen Lieferanten und Endabnehmern tätig ist, stellt diese Größe u.E. einen wesentlichen Indikator zur Messung der Marktdynamik dar.

So ist das Importvolumen von LCD- und LED-Panels nach Angabe von Eurostat von 2014 bis 2016 mit einer jährlichen durchschnittlichen Wachstumsrate von 12,3% gestiegen und belief sich nach unseren Schätzungen in 2018 auf ca. 1.536 Mio. Euro. Dieser kontinuierliche Wachstumstrend sollte sich aufgrund der wachsenden Anwendungsbereiche künftig weiter fortsetzen.

Importvolumen von LCD- und LED-Panels nach Deutschland
(in Mio. Euro)



Quelle: Eurostat, Montega

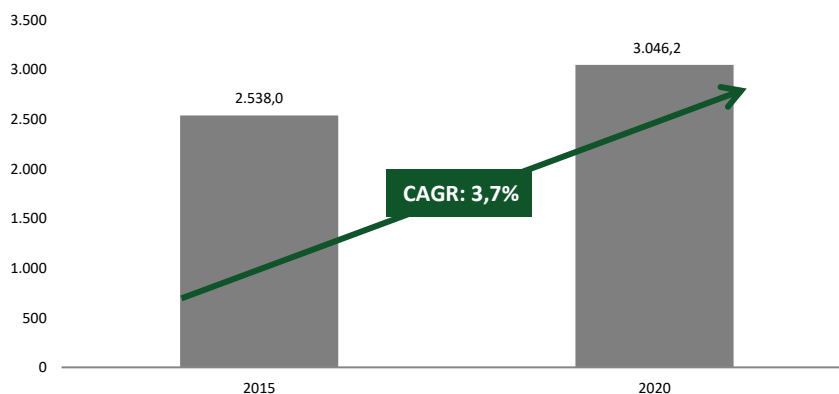
Die nachstehenden Faktoren sind u.E. die wesentlichen Treiber für die wachsende Nachfrage nach Displaylösungen.

- Der **Trend zu Display- und Touchscreen-Lösungen** im Industriebereich nimmt stetig zu, da sich hierdurch einerseits industrielle Produktionsprozesse visualisieren und andererseits mechanische Zwischenschritte durch den Wegfall von Hebeln oder Knöpfen vereinfachen lassen.
- Displays und Touchscreens fungieren als **zentrale Mensch-Maschine-Schnittstelle**, durch die Menschen mit Robotern und Maschinen kommunizieren oder diesen Befehle erteilen können. Zudem ermöglichen Displays und Touchscreens oftmals erst die vollständige Integration und Navigation von Produktionsmaschinen mit der digitalen Welt (IoT). Der Trend zum IoT in der Industrie und die vernetzte Produktion dürften unserer Einschätzung nach in den nächsten Jahren noch stärker an Bedeutung gewinnen.
- Insbesondere der **Displaybedarf der Automobilindustrie** soll laut den Branchenexperten von IHS Markit deutlich zunehmen (CAGR 2014-2021e: 8,6%). Hintergründe dieser Entwicklung sind die wachsende Ausstattung von Fahrzeugenmodellen mit Touch-Displays oder Displayanzeigen im Armaturenbrett. Hierzu gehören beispielsweise das Navigationsgerät, die Multi-Media-Steuerung sowie die digitale Tachoanzeige.
- Ein weiteres wachsendes Segment im Displaybereich ist das Anwendungsfeld **Digital Signage**, welches den Einsatz digitaler Inhalte bei Werbe- und Informationssystemen umschreibt. Hierzu zählen beispielsweise Reklametafeln oder Textdisplays an Bahnhöfen oder Flughäfen. Die Branchenexperten von IHS Markit prognostizieren für diesen Bereich eine jährliche durchschnittliche Wachstumsrate von 15,8% für den Zeitraum 2017 bis 2021.
- Die wachsenden Einsatzmöglichkeiten der Displaytechnologie erhöhen den Bedarf nach **individuellen Displaydesigns** und erweitern die Einsatzmöglichkeiten bei kommerziellen Abnehmern. Innovationen wie faltbare Displays eröffnen den Eintritt in neue konsumentengetriebene Branchen. Wesentliche Trends sind hier das IoT, Smart Home-Anwendungen und Mobilgeräte.

Wachsende Nachfrage im Bereich Embedded Computer-Boards

Neben der reinen Displaytechnik ist bei FORTEC ein ergänzender Produktbereich im Segment Datenvisualisierung die Embedded Computer-Technologie. Hier ist das Unternehmen mit seinem Produktportfolio, das beispielsweise industrielle Motherboards oder Industrie-PCs umfasst, überwiegend im Markt für Embedded Computer-Boards und deren Komponenten aktiv. Laut den Experten von IHS Markit soll der weltweite Markt hierfür von 2.538,0 Mio. USD im Jahr 2015 bis auf 3.046,2 Mio. USD im Jahr 2020 ansteigen. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 3,7%.

Weltweiter Umsatz mit Embedded Computer Boards, Modulen und Systemen
(in Mio. USD)



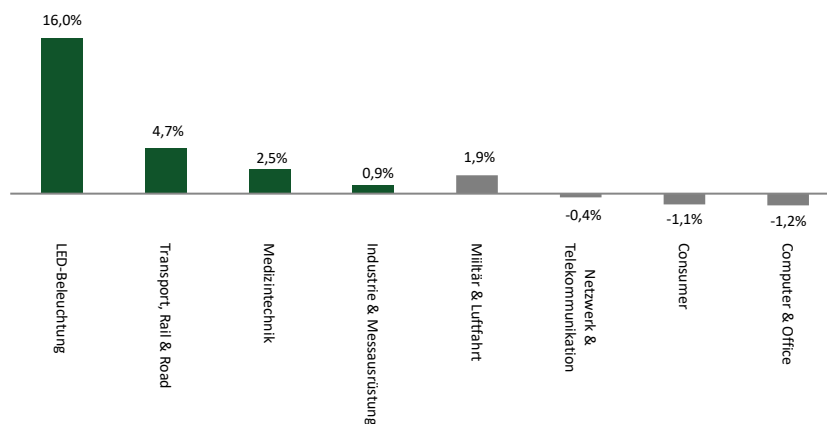
Quelle: IHS Markit

Für ein weiterhin wachsendes Umsatzvolumen des Marktes für Embedded Computer Boards spricht der digitale Umbruch in weiten Teilen der Industrie. So ermöglicht der Einsatz von Industrie-PCs die Cloud-Konnektivität von Maschinen und Produktionsanlagen. Dadurch können Unternehmen virtuelle Produktionsnetzwerke schaffen, die mit der firmeneigenen IT-Umgebung kompatibel sind. Der Einsatz solcher Produktionsnetzwerke gewährleistet eine automatisierte, effizientere und schnellere Abwicklung von Produktionsprozessen. Zudem wird eine wachsende Anzahl von Hardware und insbesondere Industrie-PCs bei Industrieunternehmen als Grundlage nötig sein, um an den Megatrends wie Industrie 4.0 oder IoT zu partizipieren und damit wettbewerbsfähig zu bleiben.

Heterogene Wachstumsaussichten für die Industrielle Stromversorgung

Im zweiten Geschäftssegment ist FORTEC mit Produkten im Bereich der Industriellen Stromversorgung tätig. Das adressierbare europaweite Marktpotenzial in diesem Segment wurde in 2017 im Rahmen einer Studie von Micro-Tech Consultants auf ca. 3,2 Mrd. USD beziffert. Für die Jahre 2017 bis 2020 wird für den Gesamtmarkt nur mit einer leichten durchschnittlichen Wachstumsrate von 0,7% gerechnet. Gleichzeitig verdeutlicht die nachstehende Grafik, dass je nach Endabnehmerbranche große Wachstumsunterschiede bestehen. Während das Marktvolumen im Consumer- oder Telekommunikationssegment rückläufig ist, wachsen die von FORTEC vornehmlich adressierten Zielmärkte für Netzteile – hervorgehoben durch die grüne Markierung – dagegen überdurchschnittlich.

CAGR (2017-2020) für Zielmärkte im Bereich Power Supplies
(in %)



Quelle: Micro-Tech Consultants

Das mit Abstand stärkste Wachstum ist mit einer CAGR von 16,0% im Bereich der LED-Beleuchtung zu erwarten. Die Nutzung von LED-Beleuchtungen ist nicht nur bei einer Vielzahl von Anwendungen möglich, sondern bringt eine Reihe von Vorteilen mit sich. So führt der Einsatz der LED-Technik zu einer höheren Energieeffizienz, einer längeren Lebensdauer der Beleuchtung sowie einer besseren Lichtqualität. Zudem werden die Betriebskosten verringert und Wärmeverluste vermieden.

Bereits 20% des Umsatzes von FORTEC im Bereich Industrielle Stromversorgung entfallen auf die Lichttechnik. Ebenfalls wird von den Experten angenommen, dass die für FORTEC wichtigen Zielbranchen Transport (CAGR: 4,7%) und Medizintechnik (CAGR: 2,5%) eine überdurchschnittliche Steigerung des Bedarfs an Stromversorgungen und damit Marktvolumens aufweisen. Die von uns identifizierten Markttreiber für die Zielmärkte von FORTEC im Bereich Power Supplies sind im Folgenden genauer herausgestellt.

- Die bereits genannten Vorzüge der **LED-Beleuchtung** führen dazu, dass immer mehr Anwendungsmöglichkeiten in diesem Bereich genutzt werden, die wiederum ein Netzteil zum Betrieb benötigen. Zudem steigt die Nachfrage nach produktspezifischen Stromlösungen.
- Im **Transportsektor** schreitet die Elektrifizierung immer weiter voran und es werden zunehmend komplexere Subsysteme mit eigener Stromversorgung erforderlich. Ein Beispiel hierfür ist die zunehmende Anzahl an elektronischen Anwendungen in Automobilen, wie bspw. das Navigationsgerät oder der Bordcomputer sowie perspektivisch der Einsatz von Autopiloten für das Autonome Fahren.
- Geräte im **Medizinbereich**, beispielsweise in Kliniken oder Laboren, werden zunehmend digitaler und benötigen eine eigene Stromversorgung, womit der Bedarf nach industriellen Netzteilen in diesem Sektor weiter steigt. Typische Anwendungen sind beispielsweise portable Dialysegeräte und Messtationen sowie der Trend zur ortsunabhängigen E-Medikation.
- Mit der wachsenden Bedeutung der Digitalisierung sowie der Megatrends wie Industrie 4.0 und IoT in der **Industrie- und Messtechnik**, nimmt der Anteil an Maschinen zu, die individuelle Stromversorgungssysteme aufweisen und hierfür spezifische Lösungen benötigen.

Internationalisierung zielt auf Wachstumspotenziale im europäischen Ausland

Zusammengefasst ist FORTEC mit den Geschäftsbereichen Datenvisualisierung und Industrielle Stromversorgung in polypolistischen Märkten mit hohem Wettbewerbsdruck tätig, die zwar schon eine eher reife Marktstruktur aufweisen, jedoch gleichzeitig von übergeordneten Wachstumstrends gekennzeichnet sind. FORTEC hat sich hierfür frühzeitig in attraktiven Marktbereichen positioniert und das Produktangebot stetig erweitert. Mit dem Wandel vom reinen Reseller zum One-Stop-Lösungsanbieter ist FORTEC im Wettbewerb u.E. überdurchschnittlich gut aufgestellt, woraus in der DACH-Region bereits eine marktführende Position mit langjährig gewachsenen Lieferantenpartnerschaften und diversifiziertem Kundenportfolio resultiert.

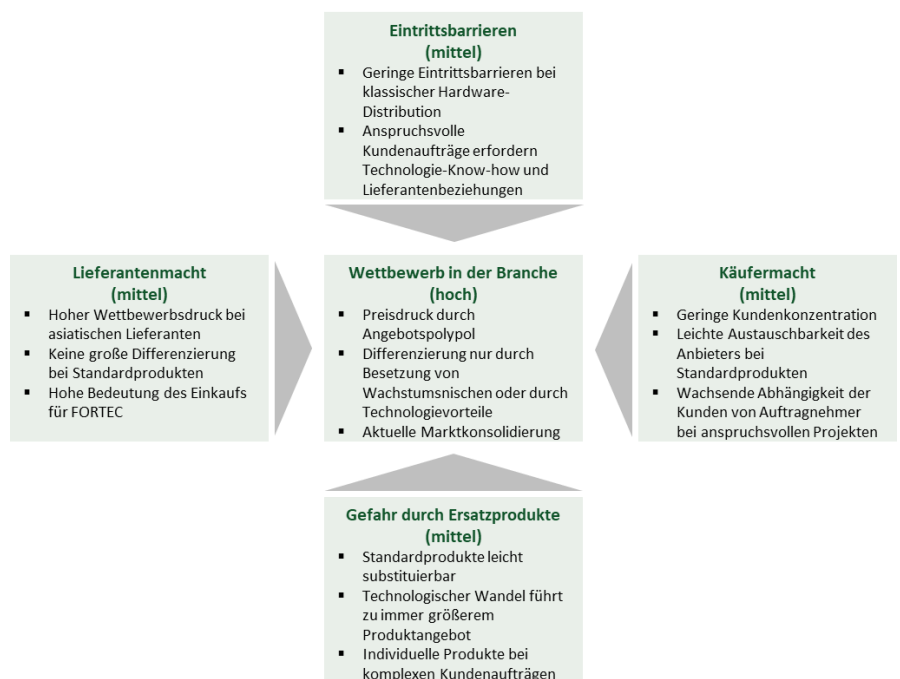
Zukünftig sollten die oben genannten Marktrends und die wachsenden Anwendungsmöglichkeiten FORTEC weitere Nutzungsfelder eröffnen und neue Marktpotentiale heben. Neben der erfolgreichen Verteidigung der aktuellen marktführenden Position in Deutschland treibt das Unternehmen seine Expansion auf internationalen Märkten voran. In der jüngeren Vergangenheit hat FORTEC hierfür bereits mehrere strategische Übernahmen im Ausland getätigt, die das bestehende Produktportfolio optimieren und neue Zielmärkte adressieren.

Nach unseren Schätzungen beträgt das zusätzliche Marktpotenzial der Internationalisierung etwa 500 Mio. Euro allein in Zentraleuropa. Davon dürften etwa 250 Mio. Euro auf den Displaybereich, 100 Mio. Euro auf das Geschäftsfeld Stromversorgungen sowie 100 Mio. Euro auf die Embedded Computer-Technology entfallen. Perspektivisch strebt FORTEC auch im zentraleuropäischen Ausland einen ähnlich hohen Marktanteil wie in der DACH-Region an.

WETTBEWERBSQUALITÄT

Die Marktpositionierung in wachstumsstärkeren Nischenmärkten geht mit einer hohen Wettbewerbsqualität FORTECs als integrierter Systemlieferant von High-Tech-Produkten einher. Im Gegensatz zu kleineren Wettbewerbern grenzt sich das Unternehmen durch das umfassende und ineinander übergreifende Produktportfolio von konventionellen Hardware-Resellern ab. Zudem besitzt FORTEC das technische Know-how und über eigene Entwicklungs- und Produktionskapazitäten auch die notwendige Infrastruktur, um jenseits der Standard-Distribution anspruchsvolle und kundenspezifische Aufträge durchzuführen. Des Weiteren sind alle erfolgskritischen Unternehmensbereiche wie Vertrieb, Einkauf oder die Auftrags- und Projektentwicklung zertifiziert (DIN EN ISO 9001:2015). Die gute Wettbewerbsposition von FORTEC wird anhand der nachfolgenden Grafik veranschaulicht.

Wettbewerbsposition



Quelle: Montega

Die Wettbewerbsqualität von FORTEC sehen wir insbesondere durch die folgenden Punkte untermauert, auf die wir im Folgenden ausführlicher eingehen.

- **Diversifiziertes und komplementäres Produktportfolio** in attraktiven Nischenmärkten der hochwertigen Elektronik
- **Marktführende Position** innerhalb der DACH-Region und wachsendes internationales Vertriebsnetz
- **Langjährige Kunden- und Lieferantenbeziehungen** mit Weltmarktführern und unabhängiges Kundennetzwerk in verschiedenen Abnehmerbranchen
- **Starke industriespezifische Technologiekompetenz**, die ein hohes zusätzliches Wertschöpfungspotenzial neben der reinen Hardware-Distribution bietet

Diversifiziertes und komplementäres Produktportfolio

FORTEC bewegt sich mit seinem über die Jahrzehnte weiterentwickelten Geschäftsmodell im Markt der hochwertigen Elektronik, bei dem sich die angebotenen Produktgruppen zu einem Subsystem ergänzen. Hierbei kann der Kunde entweder auf einzelne Komponenten oder umfangreiche Lösungen aus den Bereichen Datenvisualisierung und Industrielle

Stromversorgung zurückgreifen. Bei Aufträgen, die Elemente aus mehreren Produktgruppen enthalten, können so Synergiepotenziale generiert werden. FORTEC differenziert sich hierdurch von konkurrierenden Distributoren, die ihren Fokus lediglich auf die Distribution einzelner Produkte setzen. Die Strategie des Unternehmens ist der langfristige Ausbau dieses USPs, um sich zu einem Systemhaus mit Matrixstruktur weiterzuentwickeln und von den Wettbewerbern weiterhin deutlich zu differenzieren. Durch die überdurchschnittlich hohe Produktdiversifikation ist FORTEC zusätzlich nicht so stark vom Erfolg eines einzelnen Produkts oder Segments abhängig und kann im Gesamtkonzern kurzfristige Nachfrageschwankungen in Teilbereichen besser ausgleichen. Im Geschäftsbereich Industrielle Stromversorgung grenzt sich FORTEC beispielsweise durch ein hohes Know-how in Applikation, Problemlösung und technischem Service von seinen Wettbewerbern ab. Die hohe Kundenakzeptanz und starke Wettbewerbsposition in diesem Bereich spiegelt sich anhand der aktuellen Verdopplung der Lagerkapazitäten wider.

Ein weiterer Wettbewerbsvorteil ist die Erfahrung und Innovationsfähigkeit bei der Durchführung komplexer Kundenaufträge mit Projekt- und Langfristcharakter. FORTEC unterstützt dabei die Kunden eng entlang der gesamten Wertschöpfungskette mit eigenen Entwicklungs- und Produktionskapazitäten und ist als Zulieferer dadurch schwer substituierbar. Insgesamt sehen wir FORTEC aus einer Position der Stärke heraus in einer Übergangsphase vom reinen Produkt- zum integrierten Lösungsanbieter. Hierzu sind laut dem Unternehmen, ergänzend zu den bereits erfolgten, weitere Akquisitionen denkbar, welche die Lösungskompetenz verbessern und das bestehende Produktportfolio sinnvoll ergänzen. Diese fortlaufende Entwicklung sollte sich auch in Zukunft positiv auf die Wettbewerbsposition auswirken.

Marktführende Position im DACH-Raum legt Basis für internationale Expansion

Im wettbewerbsintensiven und fragmentierten Markt der Hardware-Distribution hat es FORTEC geschafft, sich in den Bereichen Datenvisualisierung und Industrielle Stromversorgung eine marktführende Position im DACH-Raum zu erarbeiten. Daraus resultiert ein über Jahrzehnte gewachsener Kunden- und Lieferantenstamm sowie eine hohe Produkt- und Lösungskompetenz in den adressierten Zielmärkten. Dies verdeutlicht u.E. die hohe Anbieterqualität und Kundenakzeptanz von FORTEC als Nischenanbieter im High-Tech-Bereich sowie die Kompetenz der Unternehmensführung, in einem kompetitiven Marktumfeld die langfristigen richtigen strategischen Entscheidungen zu treffen.

Durch mehrere eigene Büros in Deutschland, Österreich und der Schweiz besitzt FORTEC eine hohe regionale Kundennähe und kurze Liefer- sowie Vertriebswege. Der spartenfokussierte Vertrieb durch die einzelnen Tochtergesellschaften kann den lokalen Kundenstamm zeitnah vor Ort intensiv betreuen und die Kenntnisse um die regional spezifischen Marktgegebenheiten voll ausschöpfen. Neben der umfassenden lokalen Präsenz im DACH-Raum besitzt FORTEC im europäischen Ausland eine Mehrheitsbeteiligung in Tschechien und ist über eine Vertriebsgesellschaft in den Benelux-Staaten aktiv. Zudem ist FORTEC über weitere Beteiligungen (Apollo Display und Display Technology) auch auf Märkten in Großbritannien und den USA vertreten. Den Wettbewerbsvorteil im deutschsprachigen Raum sowie das firmeninterne Wertschöpfungspotenzial möchte FORTEC dazu nutzen, um in Zukunft verstärkt Kunden im europäischen Ausland zu akquirieren. Durch organisches sowie anorganisches Wachstum soll langfristig auf dem adressierten europäischen Markt (Gesamtvolumen MONE: ca. 500 Mio. Euro) ein zum DACH-Raum äquivalenter Marktanteil erreicht werden.

Langjährige Kunden- und Lieferantenbeziehungen

Die hohe Branchenkompetenz und Qualität der Produkte von FORTEC kommt unter anderem durch die langjährigen und gewachsenen Kundenbeziehungen zu knapp 2.500 Unternehmen zum Ausdruck. Als Anbieter fokussiert sich FORTEC hierbei auf Kunden, die ein hohes Wachstumspotenzial aufweisen und in Zukunftsmärkten agieren. Die wichtigsten Zielbranchen sind die Bereiche Automotive, Industrieautomation, Sicherheitstechnik, Medizintechnik und Informationstechnologie, in denen stetig wachsende Anwendungsmöglichkeiten vorzufinden sind. Einerseits werden Kunden mit kleinem und mittlerem Auftragsvolumen adressiert, andererseits zählen auch Branchengrößen wie Fresenius oder Brainlab zum etablierten Kundenstamm. Hierbei weist FORTEC kein

Kundenkonzentrationsrisiko auf, da der größte Abnehmer aktuell nur ca. 4 bis 5% des Gesamtumsatzes ausmacht. Ziel bei allen getätigten Vertriebsaktivitäten ist es, strategische und langjährige Partnerschaften mit den Kunden einzugehen. Vor allem im Hinblick auf die zunehmende Komplexität und den wachsenden Projektcharakter der Kundenaufträge sind Langzeitverträge von besonderer Relevanz. Zudem schafft FORTEC durch die hohe Kundenorientierung und Lösungskompetenz eine Lock-in Situation und erhöht die Wechselkosten der Anwender.

Um die steigenden und sich zudem im Zeitverlauf wandelnden Kundenanforderungen erfüllen zu können, hat sich FORTEC in den letzten 30 Jahren ein umfassendes weltweites Lieferantennetzwerk aufgebaut, das die Weltmarktführer in den jeweiligen Technologiebereichen umfasst. Hierbei wird wie im Kundenbereich auf den Ansatz der strategischen Partnerschaft bei den jeweiligen Lieferanten zurückgegriffen. Dies ermöglicht FORTEC bei komplexen Auftragsanfragen auf die Lösungskompetenz und das Technologie-Know-how seiner Lieferanten zurückzugreifen, um den Kunden über die reine Hardware-Distribution hinausgehende maßgeschneiderte Lösungen anzubieten. Gemeinsame F&E-Projekte mit den Top-Lieferanten verdeutlichen die Bedeutung von FORTEC als Bindeglied zwischen Lieferanten und Endkunden.

Hohe wettbewerbsentscheidende Technologiekompetenz

Die starke und gewachsene Marktposition von FORTEC resultiert in hohem Maße aus der Technologiekompetenz in den Produktbereichen, die für eine Wettbewerbsdifferenzierung immer essenzieller wird. Besonders durch die individuell konzipierten Lösungsansätze mit einer eigens entwickelten Technologie im Bereich Optical Bonding unterstreicht FORTEC eine ausgeprägte Innovationsfähigkeit. Das Optical Bonding-Verfahren verhindert das Entstehen von Luftspalten im Klebprozess von Display und Schutzglas. Aktuell nutzen neben den Serienaufträgen der industriellen Kunden auch OEMs aus der Automobilbranche in der Vorserie bei FORTEC verstärkt dieses Verfahren. Der Maschinenpark für das Optical Bonding-Verfahren wurde seitens des Unternehmens zuletzt verdoppelt.

In anderen Segmenten spiegelt sich die hohe Technologiekompetenz durch eigene Spezialistentteams in den Bereichen Softwareentwicklung, Produktion und Montage wider. Das hohe technologische Know-how ist nicht nur elementar für die Gewinnung neuer margenstarker Kundenprojekte, sondern auch notwendig für die Durchführung komplexer und kundenspezifischer Wünsche. Im Rahmen einer Modifikation werden Standardprodukte durch FORTEC in einer solchen Weise durch entsprechende Spezialisten bearbeitet, dass z.B. individuelle Displays für spezifische Anwendungsbereiche entstehen.

FINANZEN

Gute Ertragskraft im Kerngeschäft

FORTEC verzeichnete im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017/2018 eine solide operative Entwicklung. Der Konzernumsatz stieg im Vergleich zum Vorjahr leicht um 1,3% auf 79,6 Mio. Euro, womit das Unternehmen trotz des wettbewerbsintensiven Marktumfelds und des vorherrschenden Preisdrucks das fünfte Jahr infolge Umsatzzuwächse aufwies. Die erzielten Gesamtumsätze wurden zu 67,5% im Inland (53,7 Mio. Euro) und zu 32,5% im Ausland (25,8 Mio. Euro) erzielt.

Ergebnisseitig konnte FORTEC seine Profitabilität im Vergleich zum vorherigen Geschäftsjahr wesentlich verbessern. So stieg das EBIT auf Konzernebene von 5,5 Mio. Euro in 2016/2017 auf 6,0 Mio. Euro in 2017/2018, was einer überproportionalen Erhöhung um 9,4% und einer EBIT-Marge von 7,6% entspricht. Wesentlich hierfür waren Verbesserungen bei der Rohertragsmarge (+60 BP), die u.a. aus dem Ausbau des margenstärkeren Projektgeschäfts resultieren.

| FORTEC Elektronik AG - FY 2017/2018 | 2017 / 2018 | 2016 / 2017 | yoy |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------|
| Umsatz | 79,6 | 78,5 | 1,3% |
| EBITDA | 6,6 | 6,0 | 9,7% |
| EBITDA-Marge | 8,3% | 7,7% | |
| EBIT | 6,0 | 5,5 | 9,4% |
| EBIT-Marge | 7,6% | 7,0% | |
| Jahresüberschuss | 4,3 | 4,3 | 1,3% |
| EPS | 1,33 | 1,44 | -7,6% |

Quelle: Unternehmen

Angaben in Mio. Euro, EPS in Euro

Trotz der über dem Vorjahr liegenden operativen Ergebniskennzahlen sank der Gewinn pro Aktie im abgelaufenen Geschäftsjahr um rund 8%. Der maßgebliche Grund hierfür waren Verwässerungseffekte durch die vom Unternehmen durchgeführte Kapitalerhöhung, welche die Anzahl der gewinnberechtigten Aktien um knapp 0,3 Mio. erhöhte. Durch diese Barkapitalerhöhung sind der Gesellschaft liquide Mittel i.H.v. brutto rund 6,1 Mio. Euro zugeflossen, die das Unternehmen u.a. für die strategischen Akquisitionen von Display Solutions und Components Bureau in Großbritannien sowie die damit verbundene Ergänzung des Produktsortiments im Segment Datenvisualisierung nutzte.

Die von FORTEC bereits veröffentlichten Zahlen für das 1. Quartal des Geschäftsjahres 2018/2019 standen im Zeichen eines positiven Jahresstarts. So konnte in Q1 der Umsatz um 11,3% auf 21,8 Mio. Euro gesteigert werden, obwohl die neuen UK-Gesellschaften erst seit dem zweiten Quartal vollständig konsolidiert werden. Zuletzt erzielten beide Gesellschaften einen Jahresumsatz von 8,1 Mio. Euro und einen Jahresüberschuss von 0,6 Mio. Euro. Wir gehen davon aus, dass der Kaufpreis für beide Unternehmen bei insgesamt ca. 5 Mio. Euro lag.

| FORTEC Elektronik AG - Q1 2018/2019 | Q1 2018 / 2019 | Q1 2017 / 2018 | yoy |
|-------------------------------------|----------------|----------------|-------|
| Umsatz | 21,8 | 19,6 | 11,3% |
| Auftragsbestand | 47,0 | 36,0 | 30,6% |
| EBITDA | 2,5 | 1,9 | 35,7% |
| EBITDA-Marge | 11,5% | 9,4% | |
| EBIT | 2,4 | 1,7 | 38,1% |
| EBIT-Marge | 10,8% | 8,7% | |
| Periodenüberschuss | 1,7 | 1,2 | 44,0% |
| EPS | 0,53 | 0,40 | 32,5% |

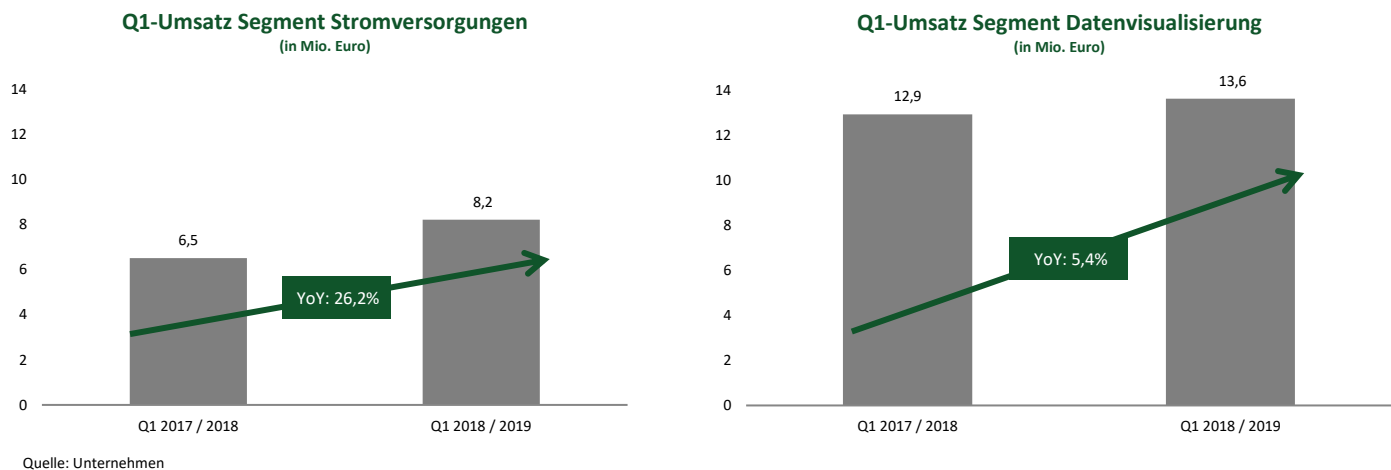
Quelle: Unternehmen

Angaben in Mio. Euro, EPS in Euro

Aus der positiven Umsatzentwicklung in Q1 resultierte eine im Vergleich mit den vorangegangenen Quartalen deutlich überdurchschnittliche EBIT-Steigerung auf 2,4 Mio. Euro bei einer EBIT-Marge von 10,8% (+210 BP yoy). Diese ist das Ergebnis der verbesserten Rohertragsmarge sowie einer gesunkenen Personalkostenquote. Obwohl eine signifikante Erweiterung des Vertriebs erfolgte und damit höhere Personalaufwendungen von 3,2 Mio. Euro (VJ: 2,9 Mio. Euro) entstanden sind, ging die Personalkostenquote insgesamt von 14,9 auf 14,6% zurück.

Ebenso verbesserte sich, trotz der Kapitalerhöhung und der damit einhergehenden höheren Aktienzahl, der Gewinn je Aktie im Vergleich zum Vorjahr um rund ein Drittel auf 0,53 Euro (VJ: 0,40 Euro). Der zugrundeliegende Periodenüberschuss stieg sogar um 44,0% auf 1,7 Mio. Euro (VJ: 1,2 Mio. Euro).

Auf Einzelsegmentebene zeigt sich eine unterschiedliche Wachstumsdynamik in den beiden Segmenten von FORTEC. So erzielte das Segment Stromversorgungen einen Umsatz von 8,2 Mio. Euro, was einem starken Zuwachs von 26,2% im Vergleich zum Vorjahr entspricht. Dagegen erzielte das Segment Datenvisualisierung einen Umsatz von 13,6 Mio. (+5,4% yoy).



Solide Umsatz- und Ergebnisentwicklung erwartet

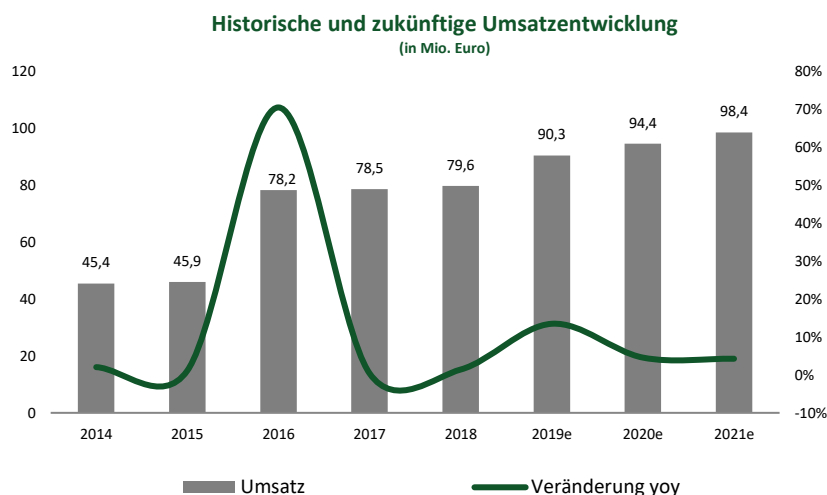
Die Guidance für das laufende Geschäftsjahr sieht eine Steigerung des Umsatzes um einen mittleren einstelligen Prozentsatz vor, ohne die Einbeziehung von möglichen Akquisitionen. Das EBIT soll sich leicht verbessern. Zudem strebt FORTEC kurz- und mittelfristig eine nachhaltige EBIT-Marge von mindestens 8% an. Es ist außerdem beabsichtigt, bis zum Jahr 2021 einen Gesamtumsatz von mindestens 100 Mio. Euro zu erzielen.

Auf Basis dieser Annahmen erwarten wir für das aktuelle Geschäftsjahr 2018/2019 einen Gesamtumsatz von 90,3 Mio. Euro. Hierbei ist ein Umsatzbeitrag von ca. 6 Mio. Euro aus den beiden akquirierten UK-Gesellschaften in unseren Schätzungen bereits berücksichtigt. Aufgrund des guten Starts im ersten Quartal und des hohen Auftragsbestandes nehmen wir für das restliche Geschäftsjahr ein organisches Umsatzwachstum von 6% an, was leicht über den u.E. konservativen Schätzungen des Unternehmens liegt. Unter Berücksichtigung des anorganischen Zuwachses sollte sich die Topline mit insgesamt +13,5% im zweistelligen Bereich verbessern. Auf Segmentebene erwarten wir einen Umsatz von 59,9 Mio. Euro (+17,8% yoy) für das Segment Datenvisualisierung, während der Umsatz im Segment Stromversorgungen bei 30,4 Mio. Euro (+6,0% yoy) liegen sollte.

Auf der Kostenseite gehen wir von einer leicht verbesserten Rohertragsmarge von 32,2% (VJ: 31,8%) aus, da der Materialaufwand aufgrund des wettbewerbsintensiven Lieferantenumfelds nicht wesentlich steigen sollte. Insgesamt resultieren unsere Prognosen in einem höheren EBIT von 7,6 Mio. Euro (VJ: 6,0 Mio. Euro), was einer EBIT-Marge von 8,4% (VJ: 7,6%) entspricht.

Insbesondere unter Berücksichtigung der schwachen Vorjahresbasis für das aktuelle zweite Unternehmensquartal prognostizieren wir aufgrund der bereits beschriebenen Rahmenbedingungen einer guten Auftragslage sowie der zu konsolidierenden UK-Töchter für Q2 2018/2019 einen Umsatz von 20,0 Mio. Euro (VJ: 17,4 Mio. Euro). Dies entspricht einem Wachstum von 15,0% gegenüber dem Vorjahresquartal.

Für den mittelfristigen Prognosezeitraum bis 2021 gehen wir von einer weiterhin positiven Umsatzentwicklung aus, bei der sich jedoch das prozentuale Wachstum im Vergleich zum aktuellen Geschäftsjahr normalisieren sollten. Unsere Schätzungen orientieren sich an der u.E. realistischen Unternehmensguidance und wir erwarten bis 2021 einen Gesamtumsatz von 98,4 Mio. Euro. Hierbei sind jedoch keine zusätzlichen Akquisitionen oder strategischen Partnerschaften berücksichtigt.

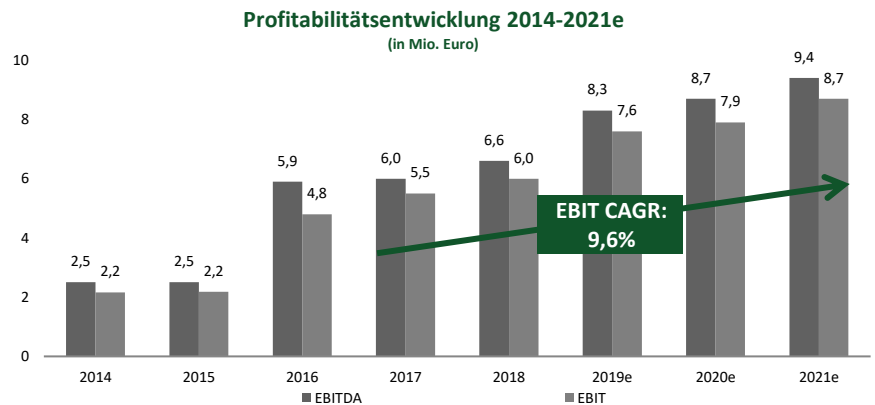


Quelle: Unternehmen, Montega

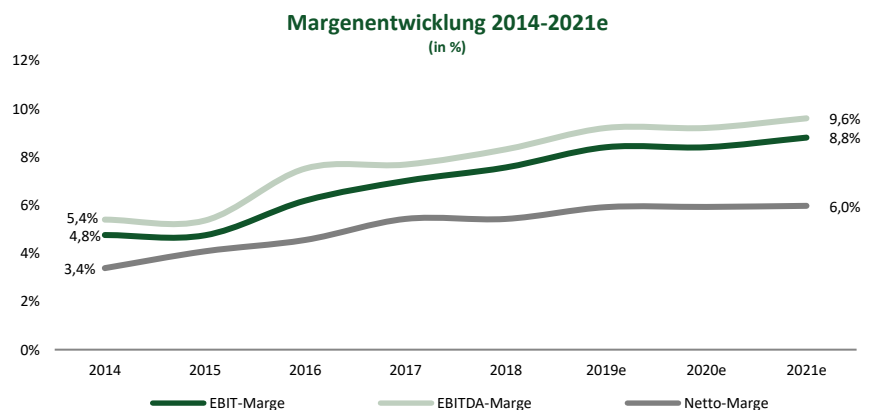
Systemhauscharakter und andere strategische Maßnahmen treiben Profitabilität

Auf Ergebnisebene gehen wir im Einklang mit der Umsatzentwicklung von einem stetigen Aufwärtstrend aus. Wesentliche Treiber der Profitabilitätsverbesserung für das laufende Geschäftsjahr und darüber hinaus sind unserer Einschätzung nach die folgenden Faktoren.

- Ein **wachsender Anteil an kundenindividuellen Produkten und Projekten** erhöht die Wertschöpfung von FORTEC und trägt zu einer Margensteigerung bei.
- Die Vermarktung **eigenentwickelter höhermargiger Produkte** in den adressierten Zielmärkten und insbesondere für den Wachstumsbereich IoT steigert die Profitabilität.
- **Synergiepotenziale** innerhalb der unterschiedlichen Produktgruppen, die sich in Umsatzsteigerungen und Profitabilitätsverbesserungen manifestieren.
- Skaleneffekte durch eine **Verdopplung der Lagerkapazitäten** im Segment Stromversorgungen (Bezug eines hochautomatisierten Lagerneubaus im Mai), die sich mittelfristig positiv bei der Profitabilitätsentwicklung bemerkbar machen sollte.
- Diverse **IT-Modernisierungsmaßnahmen**, sollten zur Effizienz- und Produktivitätsverbesserung auf Gesamtkonzernenebene beitragen.



Ohne Einbeziehung potenzieller anorganischer Wachstumsmöglichkeiten sollte FORTEC nach unseren Prognosen bis 2021 auf Gesamtkonzernebene ein EBIT von 8,7 Mio. Euro und eine EBIT-Marge von 8,8% erreichen. Die jüngste Rentabilitätssteigerung im ersten Quartal, in dem eine überdurchschnittliche und zweistellige EBIT-Marge von 10,8% erzielt wurde, untermauert u.E. das Potenzial für eine nachhaltige Profitabilitätsverbesserung. Insgesamt sollte das EBIT im Betrachtungszeitraum 2017-2021e mit einer CAGR von 9,6% wachsen.

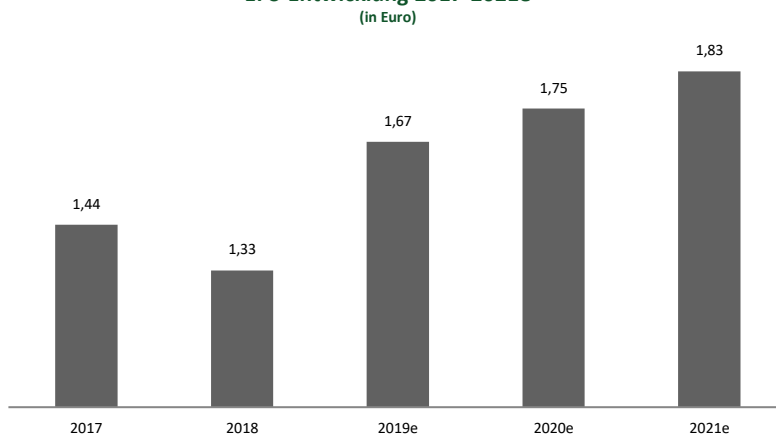


Parallel zur positiven Entwicklung der operativen Marge erwarten wir einen Anstieg der Nettomarge auf ca. 6 % bis 2021, womit die Steigerung des Nettoergebnisses jedoch weniger dynamisch ausfallen sollte. Wesentliche Gründe hierfür sind u.E. die folgenden.

- Begründet in der **Expansionsfinanzierung** prognostizieren wir eine leichte Verschlechterung des bislang ausgeglichenen Finanzergebnisses durch eine Erhöhung der Zinsaufwendungen.
- Ab dem Jahr 2021 nehmen wir eine **normalisierte Steuerquote von 30%** an, die derzeit aufgrund von bestehenden Verlustvorträgen des Unternehmens um 200 BP geringer ausfällt.

Trotz der geringeren Nettomargenverbesserung zeigen unsere Schätzungen eine stetige Aufwärtsbewegung bei der EPS-Entwicklung für den Planungszeitraum 2018 bis 2021 auf.

EPS-Entwicklung 2017-2021e

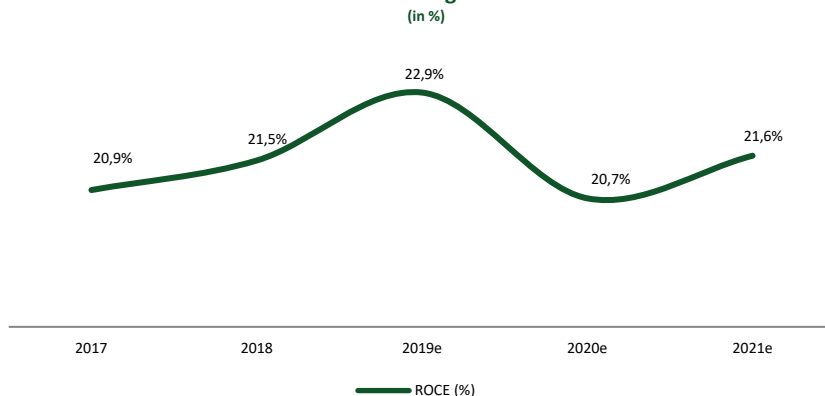


Quelle: Unternehmen, Montega

ROCE auf konstant hohem Niveau

Bei separater Betrachtung des ROCE als Profitabilitätskennziffer zeigt FORTEC bei einem stabilen ROCE von ca. 20% eine starke Rentabilität bezogen auf das eingesetzte Kapital, was für eine hohe Ergebnisqualität des Unternehmens spricht.

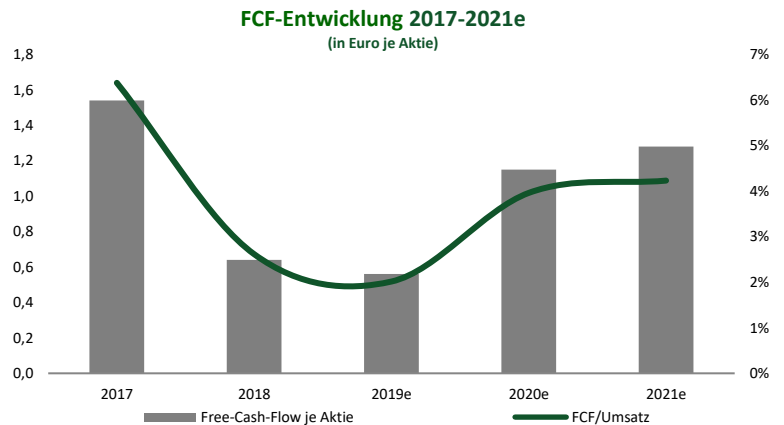
ROCE-Entwicklung 2017-2021e



Quelle: Unternehmen, Montega

Working Capital-Verbesserungen als Treiber des Free Cashflows

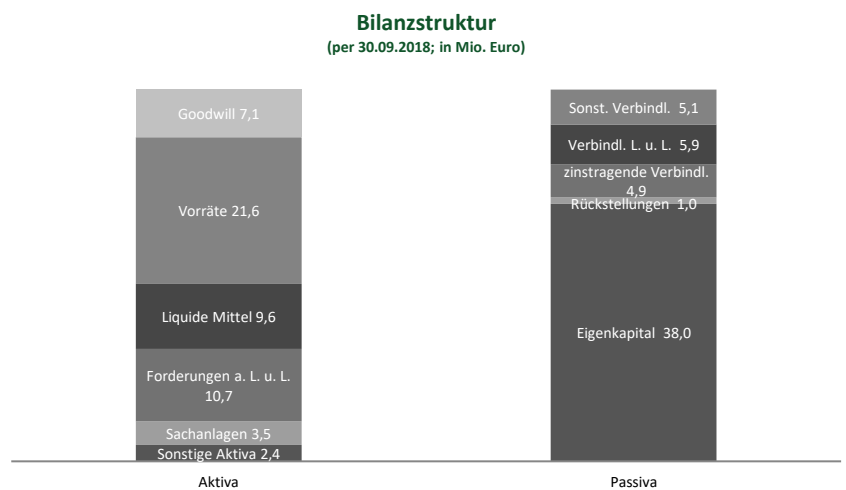
Selbst unter schwierigeren konjunkturellen Rahmenbedingungen erzielte FORTEC in den zurückliegenden Jahren stets einen positiven Free Cashflow. Der Grundstückserwerb und Lageraufbau sowie der damit einhergehende Anstieg des Working Capitals führte im abgelaufenen Geschäftsjahr jedoch zu einem signifikanten Rückgang der Liquiditätskennzahl. Sobald der Vorratsaufbau abgeschlossen ist, sollten wesentliche Verbesserungen im Working Capital visibel werden. Wir prognostizieren daher ab 2019 eine stetige Verbesserung und erwarten bis 2021 einen Free Cashflow i.H.v. ca. 4,2 Mio. Euro bzw. 1,30 Euro je Aktie.



Quelle: Unternehmen, Montega

Solide Bilanzstruktur mit Finanzierungskraft

Die Bilanz spiegelt auf der Aktivseite das lager- und forderungsintensive Geschäftsmodell von FORTEC wider und ist dort entsprechend vor allem durch Vorräte i.H.v. 21,6 Mio. Euro geprägt. Zudem führten in 2018 antizipierte Lieferengpässe und die Übernahme des Lagers in Großbritannien zu einem Anstieg der Vorräte. Auch resultierten die britischen Akquisitionen in einer Erhöhung des Goodwills auf 6,8 Mio. Euro (30.06.: 5,1 Mio. Euro). Trotz der jüngsten Übernahmen liegen die liquiden Mittel aufgrund der im Juli 2018 durchgeführten Kapitalerhöhung bei 9,6 Mio. Euro.



Quelle: Unternehmen

Die Passivseite ist durch die Wachstumsinvestitionen von FORTEC gekennzeichnet. So stieg im Rahmen der Kapitalerhöhung im Juli 2018 das Eigenkapital auf 38 Mio. Euro. Die EK-Quote liegt nunmehr bei hohen 69% und hebt die gesunde Bilanzstruktur der FORTEC hervor. Außerdem führte die internationale Expansion zu einem Anstieg der langfristigen Rückstellungen um 0,8 Mio. Euro auf 1,0 Mio. Euro, hauptsächlich durch Verbindlichkeiten für Kaufpreiszahlungen. Die langfristigen Bankverbindlichkeiten, die größtenteils bereits aus der Akquisition der Data Display resultierten, erhöhten sich aufgrund eines Neubauprojektes bei der Tochtergesellschaft Emtron lediglich moderat auf 3,2 Mio. Euro.

Trotz der Akquisitionen und Erweiterungsinvestitionen ist die Bilanzstruktur im Vergleich mit Wettbewerbern insgesamt als sehr gut zu bezeichnen. Sowohl die hohe Eigenkapitalquote als auch die unproblematische Finanzierung der Assets sind als positiv hervorzuheben. Die Höhe der Vorräte und des Forderungsbestands sind branchenkonform.

BEWERTUNG

Wir haben die Bewertung von FORTEC anhand eines DCF-Modells durchgeführt. Ergänzend dazu haben wir zusätzlich eine Peergroup-Analyse vorgenommen. Die Annahmen des DCF-Modells und die relevante Peergroup werden im Folgenden erläutert.

DCF-Modell

Das DCF-Modell reflektiert die vergleichsweise sicheren mittel- bis langfristigen Wachstumsperspektiven, die sowohl auf einer starken Positionierung in einem attraktiven Nischenmarkt als auch den stetigen operativen Verbesserungen beruhen.

Analog zu der historischen Entwicklung gehen wir in unserem DCF-Modell von einer organischen Wachstumsrate von etwa 4% in den kommenden Jahren aus. Dies sollte dazu führen, dass spätestens 2022 die Umsatzschwelle von 100 Mio. Euro überschritten wird (MONE Umsatz 2022: 102,0 Mio. Euro). Wesentliche Wachstumstreiber sind die Auslandsexpansion, ein wachsender Produktbedarf in den Zielbranchen und die allgemein steigende Nachfrage nach Lösungen für komplexe kundenspezifische Produkte. Zusätzlich erhöhen die allgemeinen Trends in den Bereichen Industrie 4.0, IoT und der Automatisierungstrend die Absatzmöglichkeiten von FORTEC in den nächsten Jahren.

Anzumerken ist, dass unsere Planungen lediglich das organische Umsatzwachstum beinhalten. Aufgrund der Internationalisierungsambitionen innerhalb der Geschäftsfelder ist es möglich, dass künftig weitere Akquisitionen erfolgen. Zur Ermittlung des Terminal Value wurde eine ewige Wachstumsrate von 2,5 % unterstellt.

Nach vollständiger Konsolidierung der beiden UK-Akquisitionen dürfte sich die EBIT-Marge mittelfristig bei etwa 9% stabilisieren. Als Margentreiber trägt unter anderem die höhere Nachfrage nach individuellen Lösungen bei. Die Umsetzung solcher Projekte ist im Vergleich zum klassischen Distributionsgeschäft durch höhere Margen gekennzeichnet. Gleichzeitig sollten Synergieeffekte der Akquisitionen, der Ausbau der Marktstellung sowie das komplementäre Produktangebot zu einer künftigen Margenexpansion beitragen.

Das verwendete Beta von 1,3 berücksichtigt die starke Wettbewerbsposition von FORTEC, die gegen eine allzu starke Schwankung der Aktie spricht, reflektiert aber zugleich das wettbewerbsintensive Umfeld, die zyklische Produktnachfrage und die derzeit vorherrschende allgemeine Volatilität der Märkte.

Die risikolose Rendite wird auf Basis langfristiger, festverzinslicher Wertpapiere mit 2,5% angenommen. Für die Marktrendite werden 9,0% unterstellt, was insgesamt zu einer Risikoprämie von 6,5% führt. Unter Annahme einer langfristigen Fremdkapitalquote von 35% ergibt sich ein WACC von 8,34%.

Für FORTEC ermittelt sich somit aus dem DCF-Modell ein fairer Wert je Aktie von 26,00 Euro.

DCF Modell

| Angaben in Mio.Euro | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | Terminal Value |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| Umsatz | 90,3 | 94,4 | 98,4 | 102,0 | 105,8 | 109,3 | 112,6 | 115,4 |
| <i>Veränderung</i> | 13,5% | 4,5% | 4,2% | 3,7% | 3,7% | 3,3% | 3,0% | 2,5% |
| EBIT | 7,6 | 7,9 | 8,7 | 9,0 | 9,7 | 10,1 | 10,1 | 9,7 |
| <i>EBIT-Marge</i> | 8,4% | 8,4% | 8,8% | 8,8% | 9,2% | 9,2% | 9,0% | 8,4% |
| NOPAT | 5,5 | 5,8 | 6,1 | 6,3 | 6,8 | 7,0 | 7,1 | 6,8 |
| Abschreibungen | 0,7 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 1,0 | 1,1 | 1,1 | 1,0 |
| <i>in % vom Umsatz</i> | 0,8% | 0,8% | 0,8% | 0,8% | 0,9% | 1,0% | 1,0% | 0,9% |
| Liquiditätsveränderung | | | | | | | | |
| - Working Capital | -2,8 | -1,2 | -1,1 | -1,2 | -0,9 | -1,0 | -1,0 | -0,8 |
| - Investitionen | -1,4 | -1,4 | -1,4 | -1,4 | -1,3 | -1,2 | -1,1 | -1,2 |
| <i>Investitionsquote</i> | 1,6% | 1,5% | 1,4% | 1,4% | 1,2% | 1,1% | 1,0% | 1,0% |
| Übriges | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Free Cash Flow (WACC-Modell) | 2,0 | 3,9 | 4,3 | 4,5 | 5,5 | 5,9 | 6,1 | 5,8 |
| WACC | 8,3% | 8,3% | 8,3% | 8,3% | 8,3% | 8,3% | 8,3% | 8,3% |
| Present Value | 1,9 | 3,4 | 3,5 | 3,3 | 3,8 | 3,7 | 3,6 | 53,8 |
| Kumuliert | 1,9 | 5,3 | 8,8 | 12,1 | 15,9 | 19,6 | 23,2 | 77,0 |

Wertermittlung (Mio. Euro)

| | |
|---------------------------|-------------|
| Total present value (Tpv) | 77,0 |
| Terminal Value | 53,8 |
| Anteil vom Tpv-Wert | 70% |
| Verbindlichkeiten | 4,2 |
| Liquide Mittel | 11,3 |
| Eigenkapitalwert | 84,1 |

| | |
|-----------------------------|--------------|
| Aktienzahl (Mio.) | 3,25 |
| Wert je Aktie (Euro) | 25,88 |
| +Upside / -Downside | 26% |
| Aktienkurs (Euro) | 20,50 |

| Modellparameter | |
|------------------------|-------|
| Fremdkapitalquote | 35,0% |
| Fremdkapitalzins | 5,0% |
| Marktrendite | 9,0% |
| risikofreie Rendite | 2,50% |

| | |
|-----------------|------|
| Beta | 1,30 |
| WACC | 8,3% |
| ewiges Wachstum | 2,5% |

Quelle: Montega

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

| | | |
|--------------------------------|-----------|------|
| Kurzfristiges Umsatzwachstum | 2019-2022 | 4,1% |
| Mittelfristiges Umsatzwachstum | 2019-2025 | 3,7% |
| Langfristiges Umsatzwachstum | ab 2026 | 2,5% |
| EBIT-Marge | 2019-2022 | 8,6% |
| EBIT-Marge | 2019-2025 | 8,8% |
| Langfristige EBIT-Marge | ab 2026 | 8,4% |

| Sensitivität Wert je Aktie (Euro) | | ewiges Wachstum | | | | |
|--|-------|------------------------|--------------|--------------|-------|-------|
| WACC | | 1,75% | 2,25% | 2,50% | 2,75% | 3,25% |
| 8,84% | 22,35 | 23,35 | 23,91 | 24,51 | 25,88 | |
| 8,59% | 23,14 | 24,24 | 24,85 | 25,52 | 27,04 | |
| 8,34% | 23,99 | 25,20 | 25,88 | 26,62 | 28,31 | |
| 8,09% | 24,91 | 26,24 | 26,99 | 27,82 | 29,72 | |
| 7,84% | 25,91 | 27,38 | 28,22 | 29,14 | 31,28 | |

| Sensitivität Wert je Aktie (Euro) | | EBIT-Marge ab 2026e | | | | |
|--|-------|----------------------------|--------------|--------------|-------|-------|
| WACC | | 7,90% | 8,15% | 8,40% | 8,65% | 8,90% |
| 8,84% | 22,89 | 23,40 | 23,91 | 24,41 | 24,92 | |
| 8,59% | 23,77 | 24,31 | 24,85 | 25,39 | 25,93 | |
| 8,34% | 24,73 | 25,30 | 25,88 | 26,45 | 27,02 | |
| 8,09% | 25,78 | 26,39 | 26,99 | 27,60 | 28,21 | |
| 7,84% | 26,92 | 27,57 | 28,22 | 28,87 | 29,52 | |

Peergroup

Zur Plausibilisierung unseres DCF-Modells haben wir eine Peergroup-Analyse durchgeführt. Aufgrund des vielfältigen Produktangebots von FORTEC und der Differenzierung gegenüber dem Wettbewerb ist die Zuordnung zu einer genau umrissenen Peergroup sowie die Identifizierung eines Closest Peers schwierig. Weiterhin bestehen zum Teil stärkere regionale oder umsatzbezogene Unterschiede. Unsere Peergroup setzt sich daher sowohl aus europäischen als auch amerikanischen High-Tech-Distributoren zusammen. Die Produktfelder erstrecken sich über Displays, elektromechanische Bauteile und Embedded-Lösungen bis hin zu IT-Anwendungen. Alle Peers sind zudem Value-added Distributoren, die kundenspezifische Lösungen anfertigen. Wesentlich wurde auf den Einbezug von asiatischen Lieferanten verzichtet, da hier neben der räumlichen Distanz eine Reihe weiterer Faktoren das Ergebnis verzerren würden.

DATA Modul ist in Deutschland ansässig und fokussiert sich auf Systemlösungen für den industriellen Bereich, vor allem aber auf die Distribution von Displays, Touchscreens und Embedded-Lösungen. Wie FORTEC konzentriert sich auch DATA Modul verstärkt auf kundenindividuelle und komplexere Aufträge. Vornehmlich im Bereich der industriellen Displaytechnik werden importierte Standardprodukte nach Kundenwunsch modifiziert und vermarktet. Im Jahr 2017 erwirtschaftete das Unternehmen einen Umsatz von 218,3 Mio. Euro, von dem etwa 56% auf das Geschäftssegment Displays entfielen.

Arrow Electronics ist einer der größten Elektronik-Distributoren weltweit. Mit mehr als 18.700 Mitarbeitern wurde im Geschäftsjahr 2017 ein Umsatz von 7,63 Mrd. USD erzielt. Das globale Produktportfolio des US-Konzerns umfasst die Bereiche analoge sowie digitale Halbleiter, elektromechanische Bauteile und Embedded-Lösungen. Arrow Electronics ist in die Lieferkette von mehr als 150.000 Erstausrüstern, Value-added Resellern und Vertragsherstellern eingebunden. Zudem hält der Konzern etwa 69,2% des Grundkapitals der DATA Modul AG.

Barco entwickelt und vermarktet Produkte der Visualisierung für Veranstaltungen, Unternehmen und im Gesundheitswesen. Das Angebot reicht von Displays über Projektoren und Videowänden bis hin zu Streaming-Anschlüssen und weiterem Zubehör. Auch Barco modifiziert seine Produkte auf Kundenwunsch und kann individuelle Lösungen für eine Vielzahl von Anwendungen bereitstellen. Der niederländische Konzern ist in mehr als 90 Ländern tätig und realisierte 2017 mit etwa 3.600 Mitarbeitern einen Jahresumsatz von rund 1,09 Mrd. Euro. Mehr als die Hälfte der Erlöse stammt aus dem Entertainment-Bereich, worunter etwa Kinoausstattungen oder Veranstaltungs- sowie Konzertbildschirme fallen. Weitere Einsatzfelder sind bspw. die Luftraumüberwachung oder die Ausstattung von TV-Studios.

Daktronics ist ein Elektronikhersteller aus den USA. Durch die Spezialisierung auf großformatige Displays produziert und vertreibt das Unternehmen vornehmlich Produkte für die Anwendung in Sportstadien oder als Werbebanner. Nach Eröffnung einer Niederlassung in Deutschland im Jahr 2003 ist das Unternehmen auch auf dem europäischen Markt vertreten. Daktronics erreichte u.a. mit mehr als 10.000 verkauften Anzeigetafeln im Jahr 2018 einen Umsatz von 610,5 Mio. USD.

Avnet ist ein internationaler Distributor für elektronische Komponenten und Embedded-Lösungen, ebenfalls mit Hauptsitz in den USA. Neben dem Vertrieb von Standardprodukten fertigt das Unternehmen individuelle Lösungen auf Kundenwunsch an und erwirtschaftet inzwischen fast zwei Drittel der Erlöse außerhalb der USA. Bei einem Gesamtumsatz von 19,04 Mrd. USD in 2017 bildet das Segment der Halbleiter mit 78% den größten Anteil. Wichtige Absatzmärkte sind vor allem die Bereiche Automotive, Healthcare und Kommunikation.

Tech Data ist als Distributor im Bereich von IT-Produkten, Unterhaltungselektronik sowie Telekommunikation aktiv. Neben der reinen Vertriebsleistung bietet der Konzern auch die Konfiguration der Produkte bei seinen Partnern an. Mit mehr als 30.000 Lagerartikeln von über 150 Herstellern offeriert das Unternehmen ein umfangreiches Produktportfolio von Hard- und Software über IT-Systeme und klassische IT-Anwendungen. Zusätzlich werden komplexe und innovative Technologien wie Cloud Computing oder IoT-Lösungen

bereitgestellt. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 wurde mit 14.000 Mitarbeitern in mehr als 100 belieferten Ländern ein Umsatz von 36,8 Mrd. USD erzielt. Auf die drei Hersteller Apple, HP und Cisco entfielen dabei mehr als 10% des Nettoumsatzes.

S&T ist als österreichischer Technologiekonzern in mehr als 25 Ländern aktiv. Durch die im August 2017 erfolgte Verschmelzung von S&T mit der Kontron AG, einem Weltmarktführer für Embedded Computer Hardware, wuchs der Umsatz im Jahr 2017 gegenüber dem Vorjahr auf 882 Mio. Euro an. Das Produktportfolio reicht über Standardtechnologien, Eigenentwicklungen bis hin zu Lösungen in den Bereichen Cloud Computing und IoT. Anwendungsfelder eröffnen sich in einer Vielzahl von Branchen. So zählen zu den Kunden beispielsweise Porsche, Vodafone und der Automobilzulieferer Magna.

Peergroup FORTEC Elektronik AG

| Unternehmen | EV (Mio. LW) | KGV | | | EV / EBIT | | |
|-----------------------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | | 2018 | 2019e | 2020e | 2018 | 2019e | 2020e |
| DATA MODUL AG | 227,7 | 17,78 | 16,47 | 14,97 | 11,92 | 11,05 | 10,03 |
| Arrow Electronics, Inc. | 9756,9 | 8,97 | 8,72 | 8,22 | 7,74 | 7,62 | 7,32 |
| Barco NV | 1246,9 | 20,66 | 17,37 | 15,43 | 11,72 | 11,53 | 10,35 |
| Daktronics, Inc. | 285,8 | 65,58 | 34,22 | 21,86 | 22,94 | 28,64 | 14,79 |
| Avnet, Inc. | 6095,8 | 11,92 | 9,99 | 9,24 | 9,39 | 8,38 | 8,14 |
| Tech Data Corporation | 4449,4 | 10,84 | 9,06 | 8,67 | 7,38 | 6,49 | 6,37 |
| S&T AG | 1319,0 | 27,73 | 20,62 | 16,64 | 21,54 | 17,06 | 14,01 |
| Median | | 17,78 | 16,47 | 14,97 | 11,72 | 11,05 | 10,03 |
| FORTEC Elektronik AG | 62,7 | 15,41 | 12,28 | 11,71 | 10,42 | 8,26 | 7,90 |
| Potenzial | | 15% | 34% | 28% | 12% | 34% | 27% |
| Fairer Wert je Aktie | | 23,60 | 27,50 | 26,20 | 22,90 | 27,00 | 25,70 |

Quelle: Unternehmen, Montega, Capital IQ

Die Peergroup-Analyse impliziert auf Basis der Forward Multiples KGV und EV/EBIT für die Jahre 2019e/2020e einen fairen Wert der FORTEC-Aktie in der Bandbreite von 25,70 bis 27,50 Euro. Im Rahmen der Analyse zeigt die Peergroup auf EV/EBIT- als auch auf KGV-Basis eine Unterbewertung der FORTEC-Aktie.

Unser DCF-basiertes Kursziel von 26,00 Euro liegt mithin innerhalb der ausgewiesenen Kursspanne und erscheint uns damit hinreichend plausibilisiert.

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

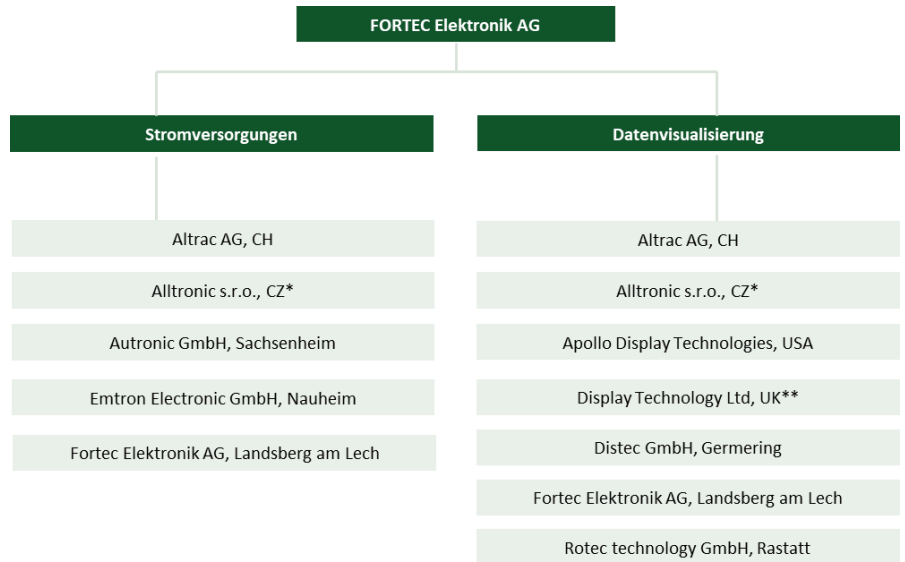
Die FORTEC Elektronik AG ist ein führender Systemlieferant für Endabnehmer in der High-Tech-Industrie. Das Unternehmen entwickelt, produziert und vermarktet Produkte aus den Bereichen Industrielle Stromversorgung, Displaytechnik und Embedded Computer-Technologie. Zurückzuführen auf die historische Basis des Systemhauses fungiert die Gruppe auch heute noch als zwischengeschalteter Händler von Produkten renommierter Hersteller. Neben der reinen Distribution der Produkte bildet die Modifizierung dieser durch eigene Soft- und Hardwarelösungen ein wachsendes Geschäftsfeld. Der Kompetenzbereich des Unternehmens reicht hierbei über die Entwicklung und Produktion bis hin zur Fertigung von Komplettlösungen für kundenindividuelle Bedürfnisse. Die Zielkundengruppe bilden Unternehmen in den derzeit stark wachsenden Bereichen der Industrieautomation, Telekommunikation, Medizintechnik, Automotive und elektronische Informationsmedien. Komponenten von FORTEC haben einen universell einsetzbaren Charakter und befinden sich in einer Vielzahl von alltäglichen Produkten. So entwickelte das Unternehmen etwa Teile des Innenlebens von Bankautomaten, Informationstafeln an Flughäfen oder Kernspintomografen.

Durch strategische Partnerschaften und langfristige Verträge mit Bluechip-Kunden finden sich unter dem auf inzwischen mehr als 2.500 Firmen angewachsenem Kundenkreis beispielsweise Siemens, die Deutsche Bahn und Roche. Der Kernmarkt des Unternehmens liegt in der DACH-Region, wo FORTEC im Bereich der industriellen Stromversorgung und der Datenvisualisierung zu den Marktführern gehört. Erfolgreiche internationale Akquisitionen in den letzten Jahren führten darüber hinaus zu einer verbesserten Marktposition der internationalen Standorte in UK und den USA. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017/18, welches zum 30.06.2018 endete, realisierte FORTEC mit etwa 250 Mitarbeitern einen Konzernumsatz i.H.v. 79,6 Mio. Euro.

Die wichtigsten Meilensteine in der Transformation vom einstigen Handelsunternehmen zum Systemlieferanten sind nachfolgend dargestellt.

- 1984** Gründung der FORTEC Elektronik Vertriebs GmbH als Handelsunternehmen für elektronische Chips mit Hauptsitz Landsberg am Lech
- 1990** Umwandlung der Rechtsform in eine Aktiengesellschaft und Börsendebüt
- 1992** Zusätzliche Distribution industrieller Einbaunetzteile
- 1998** Neueinstieg in den Bereich der Embedded Computer-Technologie
- 1999** Start der internationalen Expansion mit Eröffnung eines Vertriebsbüros in Wien
- 2000** Strategische Forcierung des Bereichs Embedded Computer-Technologie sowie Restrukturierung der Handelsaktivitäten
- 2002** Akquisition der Blume Stromversorgungen GmbH und Beginn der Eigenfertigung von kundenspezifischen Netzteilen
- 2003** Ergänzung des Leistungsangebots durch hardwarenahe Softwarelösungen
- 2004** Stärkung des internationalen Footprints durch Minderheitsbeteiligung in den Benelux-Staaten
- 2005** Realisierung größerer Projekte im Bereich Ingenieurdienstleistung und Systeme
- 2016** Vollständiger Erwerb der Data Display Gruppe
- 2018** Strategische Akquisition der Mitbewerber Display Solutions und Components Bureau und damit Erschließung des britischen Marktes

Die nachstehende Organisationsstruktur von FORTEC zeigt die in den letzten Jahren vorangetriebene Ausrichtung als Systemlieferant im Bereich der Industriellen Stromversorgung und Datenvisualisierung. Die jüngst erfolgten Zukäufe sind dabei dem Bereich Datenvisualisierung zuzuordnen und tragen zur internationalen Expansion bei. Diverse Tochtergesellschaften in der DACH-Region und dem angelsächsischen Raum sowie Beteiligungen in den Beneluxstaaten ermöglichen eine individuelle und lokale Betreuung.

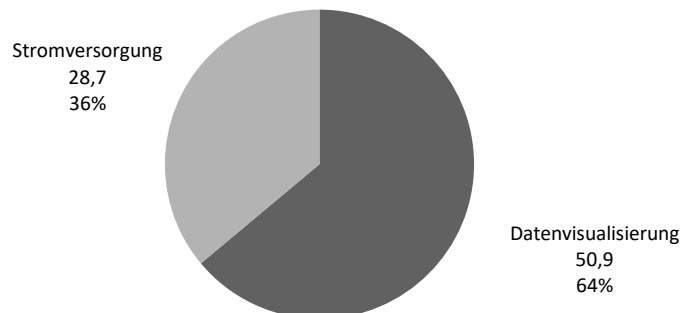


Quelle: Unternehmen; * bislang nicht konsolidiert; ** Components Bureau Ltd und Display Solutions Ltd wurden mit Display Technology Ltd zum 31.12.2018 verschmolzen

Segmentbetrachtung

Die operative Geschäftstätigkeit von FORTEC gliedert sich in die zwei wesentlichen Bereiche der Industriellen Stromversorgung sowie der Datenvisualisierung. Mit einem Anteil von etwa 64% bildet das Geschäftsfeld der Datenvisualisierung das dominierende Segment, unter das sowohl die Displaytechnik als auch die Embedded Computer Technologies subsumiert werden. Mit den zwei im September 2018 getätigten UK-Akquisitionen wird sich die Verteilung der Umsatzbeiträge künftig weiter zu Gunsten der Datenvisualisierung verschieben, sodass dieses Segment als Kerngeschäft des Konzerns angesehen werden kann. Die restlichen 36% des Umsatzes werden durch den Produktbereich der Industriellen Stromversorgung generiert.

Umsatzsplit nach Segmenten im Gj. 2017/2018
(in Mio. Euro)



Quelle: Unternehmen

Datenvisualisierung: Das Kernsegment der Datenvisualisierung untergliedert sich in die Bereiche Displaytechnik und Embedded Computer-Technology. Neben einer mehr als 30-jährigen Erfahrung als Zulieferer von industrieller Hardware und Displays besitzt die FORTEC-Gruppe vor allem durch ihre innovative Optical-Bonding Technologie und IoT-Produkte ein umfassendes Angebot zur Ansteuerung von Displays, Entwicklung von Touchlösungen bis

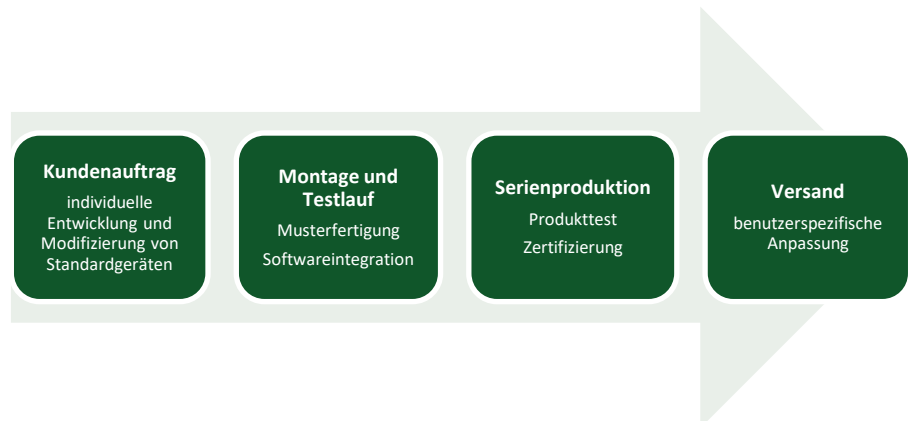
hin zur Ausarbeitung von hochwertigen Industriemonitoren. Die Verknüpfung der internen Hard- und Softwarekompetenzen bildet den wesentlichen Wachstumstreiber des Konzerns und eröffnet ein breites Kundenspektrum aus den Industriebereichen Medizintechnik, Mess- und Regeltechnik, Industrieautomation sowie der Logistikbranche. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017/2018 erzielte das Segment Datenvisualisierung Umsatzerlöse von etwa 51 Mio. Euro. Getrieben durch das jüngst starke Wachstum und die beiden britischen Akquisitionen Display Solutions und Components Bureau zu Beginn des Geschäftsjahres 2018/2019 sollten die Segmenterlöse aus Hardware, Software und Dienstleistung künftig weiter steigen.

Industrielle Stromversorgung: Im zweiten Segment etablierte sich FORTEC als Fachdistributor für Stromversorgungskomponenten wie Netzteile oder DC/DC-Wandler. Auch dieses Segment zeichnet sich durch eine hohe Produktauswahl sowie die Möglichkeit einer individuellen Produktkonfiguration aus. So können neben modularen Netzteilen auch kundenspezifisch angepasste Einbaunetzteile für Spezialmärkte gefertigt werden. Mit seinen Stromkomponenten adressiert FORTEC einen identischen Kundenkreis wie das Segment Datenvisualisierung, realisiert auf diesem Wege Synergien und profitiert von einer kurzen time-to-market-Spanne. Dieses Segment erwirtschaftete im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017/2018 einen Umsatz von 28,7 Mio. Euro und trug zu etwa 36% der Umsatzerlöse bei.

Produkte und Wertschöpfungskette

Durch die Transformation vom Reseller zum Systemlieferanten realisiert das Unternehmen heute eine wesentlich breitere Wertschöpfung. Neben der Vermarktung werden die Kunden entlang des gesamten Prozesses von der Beschaffung und Auswahl bis hin zur Konfiguration der passenden Produkte durch gruppeninterne Servicedienstleistungen begleitet. Auf Basis von Standardprodukten aus Fernost modifiziert das Unternehmen Produkte anhand spezifischer Kundenwünsche. Die breit gefächerte Produktpalette umfasst eine Vielzahl von Komponenten sowohl im Hardware- (Displays, Speicherkarten, Netzteile, Systeme) als auch im Softwarebereich (Programmierung, individuelle Betriebssysteme) und wächst nicht zuletzt aufgrund des Digitalisierungstrends stetig. Das Komplettangebot eröffnet der Gruppe Zugang zu Nischenmärkten und einer Vielzahl verschiedener Kundengruppen. So befinden sich Produkte von FORTEC beispielsweise in Industrierobotern, Überwachungs- und Sicherheitstechnik, Navigationssystemen, Verkehrs- und Signaltechnik oder Industrie-PCs.

Neben einer reinen Distribution modifiziert FORTEC auch Standardprodukte nach spezifischen Kundenwünschen. Die zahlreichen Tochterunternehmen der Gruppe ermöglichen sowohl eine lokale als auch zielgerichtete Betreuung. Das Leistungsangebot der Gruppe umfasst die Begleitung des Kunden entlang der gesamten Wertschöpfung. Nachstehend wird das Leistungsspektrum einer individuellen Fertigung schemenhaft erläutert. Zunächst werden Wünsche und Ideen gemeinsam mit dem Kunden erörtert. Anschließend beginnt die Musterfertigung. Ist das Produkt nach den Kundenvorgaben entwickelt, startet die Serienproduktion mit allen erforderlichen Zertifizierungen und der notwendigen Softwareintegration. Vor Endversand kann eine nachträgliche Anpassung wie benutzerspezifische Software oder eine exakte Kalibrierung von Bildschirmen durchgeführt werden. Im Rahmen des Produktionsprozesses werden alle benötigten Teile durch FORTEC und den Tochtergesellschaften bereitgestellt, entwickelt und programmiert.



Quelle: Montega

Märkte und Umsatz

FORTEC erwirtschaftete im Geschäftsjahr 2017/2018 (unterjähriges Geschäftsjahr mit Ende am 30.06.) knapp 68% des Umsatzes in Deutschland, dem wichtigsten Absatzmarkt. Während das Unternehmen in der DACH-Region einen Marktanteil von 20% besitzt, eröffnet die internationale Expansion erhebliche Wachstumspotenziale. Durch die bereits erfolgte Neubesetzung wesentlicher Führungspositionen in ausländischen Gesellschaften sowie die zuletzt erfolgten Akquisitionen in UK wird sich der Auslandsanteil künftig weiter erhöhen. Das Unternehmen strebt in den europäischen Zielmärkten einen ähnlich hohen Marktanteil an und will die Umsatzmarke von 100 Mio. Euro bis 2021 erreichen. Dieser Annahme legen wir Marktpotenziale im Bereich der Stromversorgung von 150 Mio. Euro, dem Bereich Displays und Embedded Computer-Technologie von zusammen 350 Mio. Euro in Europa zu Grunde.

Management

Aufgrund des diversifizierten Geschäftsmodells existiert keine klassische Einteilung der Organschaften. Vielmehr sind die jeweiligen Vorstände für einen bestimmten Geschäftsbereich innerhalb FORTEC-Gruppe verantwortlich.

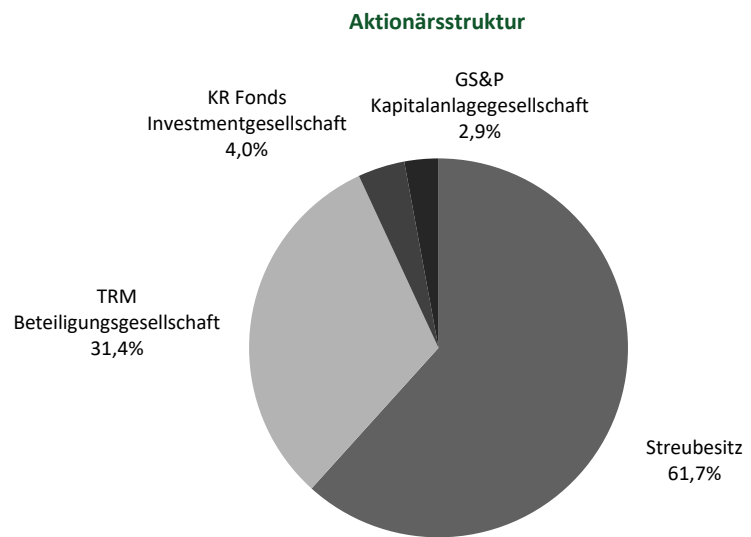
Sandra Maile trat im Juli 2017 die Nachfolge von Unternehmensgründer Dieter Fischer als Vorstandssprecherin an. Die studierte Diplomkauffrau war zuletzt in diversen Führungspositionen von FORTEC-Tochtergesellschaften tätig. Frau Maile verantwortet in ihrer aktuellen Position die Bereiche Rechnungslegung & Controlling, Qualitätsmanagement sowie Personalwesen. Zudem startete seit ihrer Einberufung der Aufbau eines zentralen Marketings. Des Weiteren fallen sowohl die Verwaltung der deutschen Standorte als auch der Tochtergesellschaft in der Tschechischen Republik in ihren Zuständigkeitsbereich.

Bernhard Staller wurde ebenfalls im Juli 2017 als neuer Vorstand bestellt. Herr Staller obliegt als COO der Aufgabenbereich Display Technology & Embedded. Als Gründer und Geschäftsführer der Data Display, einer nun verschmolzenen ehemaligen Tochtergesellschaft der FORTEC, kann der Diplom-Ingenieur ein überdurchschnittliches Know-How innerhalb seines Verantwortungsbereichs vorweisen und verfügt über umfangreiche Branchen- und Produktkenntnisse. Neben den Standorten in Deutschland ist Herr Staller auch für die angloamerikanischen Gesellschaften zuständig.

Jörg Traum wurde im Zuge der Neuaufstellung des Vorstandes zum Juli 2017 mit einer erweiterten Vorstandsbefugnis beauftragt. Nunmehr erstreckt sich der Aufgabenbereich des langjährigen Emtron Geschäftsführers auf den Gesamtbereich der Power Supplies. Als gleichgestellter COO übernimmt Herr Traum nicht nur die Verwaltung der deutschen und der schweizerischen Tochtergesellschaften, sondern auch die Verantwortung der Entwicklungs- und Fertigungsbereiche der FORTEC Power-Gruppe.

Aktionärsstruktur

Nach einer erfolgreichen Barkapitalerhöhung am 27.06.2018 erhöhte sich das Grundkapital der FORTEC Elektronik AG um 10% und beläuft sich derzeit auf 3.250.436 Stückaktien mit einem Nennwert von je 1,00 Euro. Das gezeichnete Kapital besteht aus stimmberechtigten, auf den Inhaber bezogenen Stammaktien. Etwa 61,7% des Aktienbestandes befinden sich im Streubesitz. Der größte Gesellschafter ist mit derzeit 31,4% die TRM Beteiligungsgesellschaft. Ein freiwilliges Übernahmeangebot wurde bei Überschreiten der 30%-Beteiligungsschwelle am 09.08.2012 unterbreitet, jedoch aufgrund eines als zu niedrig erachteten Kaufpreises abgelehnt. Des Weiteren halten die KR Fonds Investmentgesellschaft 4,0% und die GS&P Kapitalanlagegesellschaft 2,9% der Aktien.



Quelle: Unternehmen

ANHANG

| G&V (in Mio. Euro) FORTEC Elektronik AG | 2016 | 2017 | 2018 | 2019e | 2020e | 2021e |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Umsatz | 78,2 | 78,5 | 79,6 | 90,3 | 94,4 | 98,4 |
| Bestandsveränderungen | 0,1 | -0,3 | 0,4 | 0,5 | 0,0 | 0,0 |
| Aktivierete Eigenleistungen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Gesamtleistung | 78,3 | 78,3 | 80,0 | 90,8 | 94,4 | 98,4 |
| Materialaufwand | 55,0 | 53,8 | 54,6 | 61,7 | 64,2 | 66,8 |
| Rohhertrag | 23,3 | 24,5 | 25,3 | 29,1 | 30,2 | 31,6 |
| Personalaufwendungen | 12,1 | 12,5 | 12,4 | 14,0 | 14,5 | 15,1 |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | 7,0 | 7,2 | 7,4 | 8,1 | 8,4 | 8,6 |
| Sonstige betriebliche Erträge | 1,7 | 1,2 | 1,2 | 1,4 | 1,4 | 1,5 |
| EBITDA | 5,9 | 6,0 | 6,6 | 8,3 | 8,7 | 9,4 |
| Abschreibungen auf Sachanlagen | 0,4 | 0,4 | 0,5 | 0,7 | 0,8 | 0,8 |
| EBITA | 5,5 | 5,6 | 6,1 | 7,6 | 7,9 | 8,7 |
| Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände | 1,1 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Impairment Charges und Amortisation Goodwill | 0,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBIT | 3,9 | 5,5 | 6,0 | 7,6 | 7,9 | 8,7 |
| Finanzergebnis | 0,0 | 0,1 | 0,0 | -0,2 | -0,2 | -0,2 |
| Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit | 3,9 | 5,6 | 6,0 | 7,4 | 7,8 | 8,5 |
| Außerordentliches Ergebnis | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBT | 3,9 | 5,6 | 6,0 | 7,4 | 7,8 | 8,5 |
| EE-Steuern | 1,0 | 1,3 | 1,7 | 2,0 | 2,1 | 2,5 |
| Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit | 2,9 | 4,3 | 4,3 | 5,4 | 5,7 | 5,9 |
| Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter | 2,9 | 4,3 | 4,3 | 5,4 | 5,7 | 5,9 |
| Anteile Dritter | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Jahresüberschuss | 2,9 | 4,3 | 4,3 | 5,4 | 5,7 | 5,9 |

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

| G&V (in % vom Umsatz) FORTEC Elektronik AG | 2016 | 2017 | 2018 | 2019e | 2020e | 2021e |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Umsatz | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| Bestandsveränderungen | 0,2% | -0,3% | 0,5% | 0,5% | 0,0% | 0,0% |
| Aktivierete Eigenleistungen | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Gesamtleistung | 100,2% | 99,7% | 100,5% | 100,5% | 100,0% | 100,0% |
| Materialaufwand | 70,3% | 68,5% | 68,7% | 68,3% | 68,0% | 67,9% |
| Rohhertrag | 29,8% | 31,2% | 31,8% | 32,2% | 32,0% | 32,1% |
| Personalaufwendungen | 15,5% | 15,9% | 15,6% | 15,5% | 15,4% | 15,3% |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | 9,0% | 9,2% | 9,3% | 9,0% | 8,9% | 8,7% |
| Sonstige betriebliche Erträge | 2,1% | 1,6% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% |
| EBITDA | 7,5% | 7,7% | 8,3% | 9,2% | 9,2% | 9,6% |
| Abschreibungen auf Sachanlagen | 0,5% | 0,5% | 0,6% | 0,8% | 0,8% | 0,8% |
| EBITA | 7,0% | 7,1% | 7,7% | 8,4% | 8,4% | 8,8% |
| Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände | 1,4% | 0,1% | 0,2% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Impairment Charges und Amortisation Goodwill | 0,6% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| EBIT | 4,9% | 7,0% | 7,6% | 8,4% | 8,4% | 8,8% |
| Finanzergebnis | 0,0% | 0,1% | 0,0% | -0,2% | -0,2% | -0,2% |
| Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit | 5,0% | 7,1% | 7,5% | 8,2% | 8,2% | 8,6% |
| Außerordentliches Ergebnis | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| EBT | 5,0% | 7,1% | 7,5% | 8,2% | 8,2% | 8,6% |
| EE-Steuern | 1,3% | 1,7% | 2,1% | 2,2% | 2,2% | 2,6% |
| Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit | 3,7% | 5,4% | 5,4% | 6,0% | 6,0% | 6,0% |
| Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto) | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter | 3,7% | 5,4% | 5,4% | 6,0% | 6,0% | 6,0% |
| Anteile Dritter | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Jahresüberschuss | 3,7% | 5,4% | 5,4% | 6,0% | 6,0% | 6,0% |

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

| Bilanz (in Mio. Euro) FORTEC Elektronik AG | 2016 | 2017 | 2018 | 2019e | 2020e | 2021e |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| AKTIVA | | | | | | |
| Immaterielle Vermögensgegenstände | 2,9 | 5,5 | 5,3 | 7,8 | 7,8 | 7,8 |
| Sachanlagen | 2,3 | 2,1 | 2,9 | 6,1 | 6,7 | 7,3 |
| Finanzanlagen | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Anlagevermögen | 5,2 | 7,6 | 8,3 | 14,0 | 14,6 | 15,3 |
| Vorräte | 18,3 | 17,5 | 20,0 | 22,6 | 23,6 | 24,6 |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | 7,4 | 7,1 | 8,9 | 8,2 | 8,6 | 8,9 |
| Liquide Mittel | 4,3 | 5,7 | 5,4 | 6,3 | 8,0 | 9,9 |
| Sonstige Vermögensgegenstände | 2,2 | 2,4 | 2,2 | 2,2 | 2,2 | 2,2 |
| Umlaufvermögen | 32,3 | 32,8 | 36,5 | 39,2 | 42,4 | 45,6 |
| Bilanzsumme | 37,5 | 40,4 | 44,8 | 53,2 | 57,0 | 60,9 |
| PASSIVA | | | | | | |
| Eigenkapital | 23,4 | 28,0 | 30,1 | 39,5 | 43,0 | 46,7 |
| Anteile Dritter | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Rückstellungen | 0,4 | 0,4 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 |
| Zinstragende Verbindlichkeiten | 6,1 | 4,6 | 4,0 | 4,0 | 4,0 | 4,0 |
| Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen | 3,1 | 3,6 | 5,0 | 4,1 | 4,3 | 4,5 |
| Sonstige Verbindlichkeiten | 4,5 | 3,8 | 4,8 | 4,8 | 4,8 | 4,8 |
| Verbindlichkeiten | 14,1 | 12,4 | 14,7 | 13,7 | 13,9 | 14,1 |
| Bilanzsumme | 37,5 | 40,4 | 44,8 | 53,2 | 57,0 | 60,9 |

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

| Bilanz (in % der Bilanzsumme) FORTEC Elektronik AG | 2016 | 2017 | 2018 | 2019e | 2020e | 2021e |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| AKTIVA | | | | | | |
| Immaterielle Vermögensgegenstände | 7,7% | 13,6% | 11,9% | 14,7% | 13,7% | 12,8% |
| Sachanlagen | 6,0% | 5,1% | 6,4% | 11,4% | 11,8% | 12,1% |
| Finanzanlagen | 0,3% | 0,2% | 0,2% | 0,2% | 0,2% | 0,2% |
| Anlagevermögen | 14,0% | 18,9% | 18,5% | 26,3% | 25,7% | 25,0% |
| Vorräte | 48,8% | 43,4% | 44,7% | 42,5% | 41,4% | 40,4% |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | 19,8% | 17,6% | 19,8% | 15,4% | 15,1% | 14,6% |
| Liquide Mittel | 11,6% | 14,0% | 12,1% | 11,8% | 14,0% | 16,3% |
| Sonstige Vermögensgegenstände | 5,9% | 6,0% | 4,9% | 4,1% | 3,8% | 3,6% |
| Umlaufvermögen | 86,1% | 81,1% | 81,4% | 73,8% | 74,3% | 74,9% |
| Bilanzsumme | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| PASSIVA | | | | | | |
| Eigenkapital | 62,4% | 69,4% | 67,2% | 74,2% | 75,5% | 76,7% |
| Anteile Dritter | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Rückstellungen | 1,0% | 1,0% | 2,1% | 1,8% | 1,6% | 1,5% |
| Zinstragende Verbindlichkeiten | 16,3% | 11,3% | 8,8% | 7,4% | 6,9% | 6,5% |
| Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen | 8,3% | 8,8% | 11,2% | 7,7% | 7,5% | 7,4% |
| Sonstige Verbindlichkeiten | 12,0% | 9,5% | 10,6% | 8,9% | 8,3% | 7,8% |
| Verbindlichkeiten | 37,7% | 30,6% | 32,8% | 25,8% | 24,5% | 23,2% |
| Bilanzsumme | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

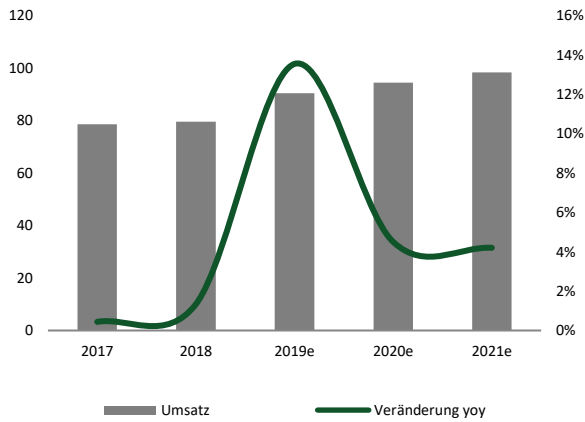
| Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) FORTEC Elektronik AG | 2016 | 2017 | 2018 | 2019e | 2020e | 2021e |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Jahresüberschuss/ -fehlbetrag | 2,9 | 4,3 | 4,3 | 5,4 | 5,7 | 5,9 |
| Abschreibung Anlagevermögen | 0,4 | 0,4 | 0,5 | 0,7 | 0,8 | 0,8 |
| Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände | 1,6 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Veränderung langfristige Rückstellungen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen | -0,2 | -0,5 | -0,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Cash Flow | 4,7 | 4,3 | 4,6 | 6,1 | 6,4 | 6,7 |
| Veränderung Working Capital | -1,4 | 0,7 | -1,2 | -2,8 | -1,2 | -1,1 |
| Cash Flow aus operativer Tätigkeit | 3,3 | 5,0 | 3,5 | 3,3 | 5,2 | 5,6 |
| CAPEX | -0,7 | -0,5 | -1,4 | -1,4 | -1,4 | -1,4 |
| Sonstiges | -7,6 | 0,0 | 0,0 | -5,0 | 0,0 | 0,0 |
| Cash Flow aus Investitionstätigkeit | -8,2 | -0,5 | -1,4 | -6,4 | -1,4 | -1,4 |
| Dividendenzahlung | -1,5 | -1,8 | -1,8 | -2,0 | -2,1 | -2,3 |
| Veränderung Finanzverbindlichkeiten | 5,1 | -1,5 | -0,6 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstiges | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 5,9 | 0,0 | 0,0 |
| Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit | 3,6 | -3,3 | -2,4 | 4,0 | -2,1 | -2,3 |
| Effekte aus Wechselkursänderungen | -0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Veränderung liquide Mittel | -1,3 | 1,3 | -0,3 | 0,9 | 1,7 | 2,0 |
| Endbestand liquide Mittel | 4,3 | 5,7 | 5,4 | 6,3 | 8,0 | 9,9 |

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

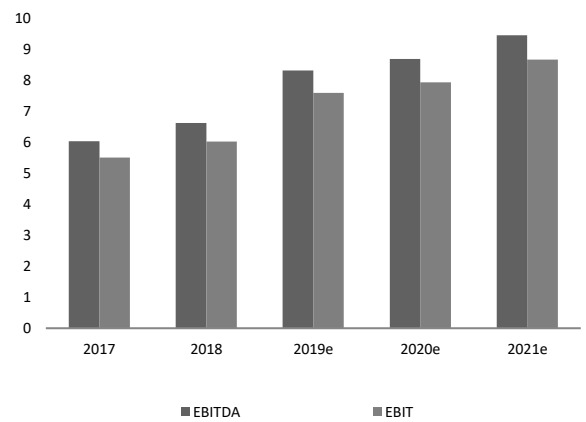
| Kennzahlen FORTEC Elektronik AG | 2016 | 2017 | 2018 | 2019e | 2020e | 2021e |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Ertragsmargen | | | | | | |
| Rohrertragsmarge (%) | 29,8% | 31,2% | 31,8% | 32,2% | 32,0% | 32,1% |
| EBITDA-Marge (%) | 7,5% | 7,7% | 8,3% | 9,2% | 9,2% | 9,6% |
| EBIT-Marge (%) | 4,9% | 7,0% | 7,6% | 8,4% | 8,4% | 8,8% |
| EBT-Marge (%) | 5,0% | 7,1% | 7,5% | 8,2% | 8,2% | 8,6% |
| Netto-Umsatzrendite (%) | 3,7% | 5,4% | 5,4% | 6,0% | 6,0% | 6,0% |
| Kapitalverzinsung | | | | | | |
| ROCE (%) | 15,3% | 20,9% | 21,5% | 22,9% | 20,7% | 21,6% |
| ROE (%) | 9,9% | 18,2% | 15,4% | 18,0% | 14,4% | 13,8% |
| ROA (%) | 7,7% | 10,5% | 9,6% | 10,2% | 10,0% | 9,8% |
| Solvenz | | | | | | |
| Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro) | 2,2 | -0,9 | -1,2 | -2,1 | -3,8 | -5,7 |
| Net Debt / EBITDA | 0,4 | -0,1 | -0,2 | -0,2 | -0,4 | -0,6 |
| Net Gearing (Net Debt/EK) | 0,1 | 0,0 | 0,0 | -0,1 | -0,1 | -0,1 |
| Kapitalfluss | | | | | | |
| Free Cash Flow (Mio. EUR) | 2,6 | 4,6 | 2,1 | 1,9 | 3,8 | 4,2 |
| Capex / Umsatz (%) | 1% | 1% | 2% | 2% | 1% | 1% |
| Working Capital / Umsatz (%) | 28% | 28% | 28% | 28% | 29% | 29% |
| Bewertung | | | | | | |
| EV/Umsatz | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 0,6 |
| EV/EBITDA | 10,7 | 10,4 | 9,5 | 7,5 | 7,2 | 6,6 |
| EV/EBIT | 16,2 | 11,4 | 10,4 | 8,3 | 7,9 | 7,2 |
| EV/FCF | 24,0 | 13,7 | 30,4 | 33,0 | 16,4 | 14,8 |
| KGV | 21,1 | 14,2 | 15,4 | 12,3 | 11,7 | 11,2 |
| P/B | 2,8 | 2,4 | 2,2 | 1,7 | 1,5 | 1,4 |
| Dividendenrendite | 2,9% | 2,9% | 2,9% | 3,2% | 3,4% | 3,4% |

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

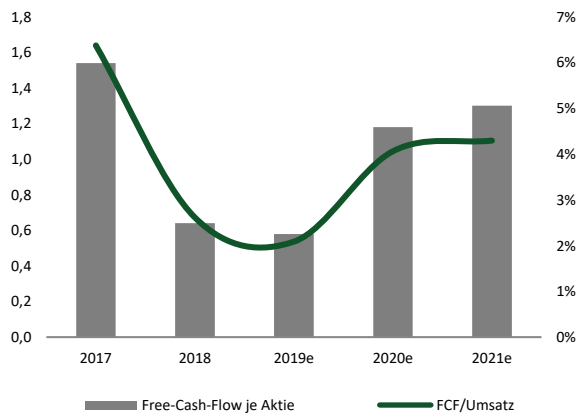
Umsatzentwicklung



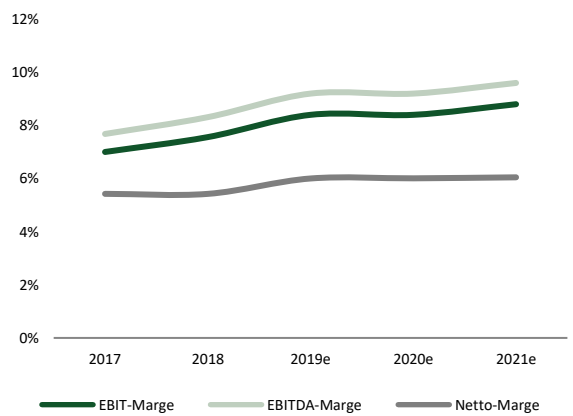
Ergebnisentwicklung



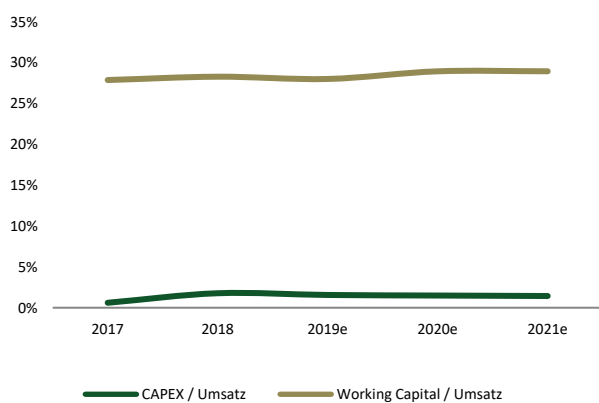
Free-Cash-Flow Entwicklung



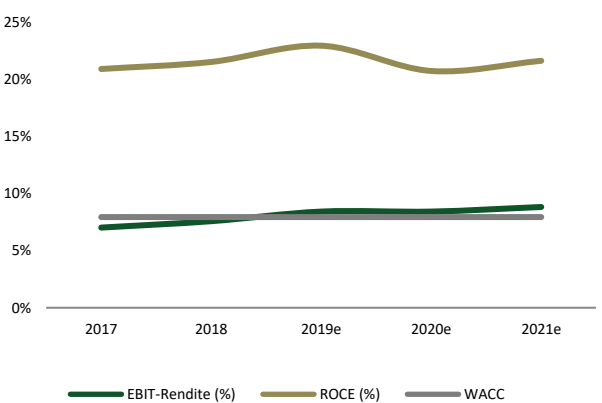
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



EBIT-Rendite / ROCE



DISCLAIMER

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind.

Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten.

Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnigte Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über mögliche Interessenkonflikte (Stand: 11.02.2019):

Bei Veröffentlichung dieser Publikation liegen folgende Interessenkonflikte im Sinne der FinAnV vor: Montega AG hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert. Ein mit Montega AG verbundenes Unternehmen kann am Grundkapital des Emittenten beteiligt sein.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über zusätzliche Angaben (Stand: 11.02.2019):

Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

Hinweis gemäß MiFID II (Stand: 11.02.2019):

Die vorliegende Publikation wurde auf Basis einer vertraglichen Vereinbarung zwischen der Montega AG und dem Emittenten erstellt und von diesem vergütet. Dieses Dokument wurde weitreichend veröffentlicht sowie allen Interessenten zeitgleich zugänglich gemacht. Der Erhalt gilt somit als zulässiger geringfügiger nichtmonetärer Vorteil im Sinne des § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 1 und 2 des WpHG.

Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile:

Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der Montega AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Group-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

Bedeutung des Anlageurteils:

Kaufen: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG steigt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Halten: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG bleibt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate stabil, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Verkaufen: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG fällt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108 und Marie-Curie-Str. 24-28
53117 Bonn 60439 Frankfurt

Kontakt Montega AG:

Schauenburgerstraße 10
20095 Hamburg
www.montega.de
Tel: +49 40 4 1111 37 80

Kurs- und Empfehlungs-Historie

| Empfehlung | Datum | Kurs | Kursziel | Potenzial |
|---------------------------|--------------|-------------|-----------------|------------------|
| Kaufen (Ersteinschätzung) | 11.02.2019 | 20,50 | 26,00 | +27% |
