

24. April 2018  
Research-Update

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



# Mensch und Maschine SE

## Erwartungsgemäß ein guter Jahresauftakt

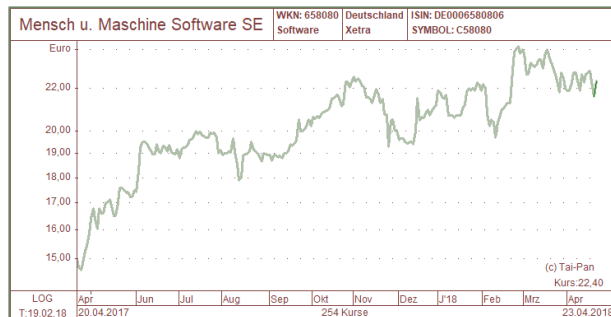
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 22,40 Euro | Kursziel: 26,70 Euro

**Analyst:** Dipl.-Volksw. Dr. Adam Jakubowski  
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

**Telefon:** +49 (0) 251-13476-93  
**Telefax:** +49 (0) 251-13476-92  
**E-Mail:** kontakt@sc-consult.com  
**Internet:** www.sc-consult.com

# Jüngste Geschäftsentwicklung



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Weßling
<b>Branche:</b>	CAD/CAM-Software
<b>Mitarbeiter:</b>	794
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE0006580806
<b>Kurs:</b>	22,40 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Scale / m:access
<b>Aktienanzahl:</b>	16,7 Mio. Stück
<b>Market-Cap:</b>	373,7 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	398,9 Mio. Euro
<b>Free Float:</b>	46,8 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>	24,50 / 14,61 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	170,4 Tsd. Euro / Tag

Mensch und Maschine hat im ersten Quartal den Umsatz um 6,8 Prozent auf 48,6 Mio. Euro gesteigert. Getragen wurde das Wachstum vor allem vom Softwaresegment, doch auch im Systemhaus, das noch letztes Jahr unter der Umstellung des Lizenzmodells bei Autodesk gelitten hatte, wurde die Trendwende aus dem vierten Quartal bestätigt und ein Umsatzwachstum um 5,9 Prozent erzielt. Eine weitere Wachstumsbeschleunigung stellt MuM für das zweite und dritte Quartal in Aussicht und verweist dabei auf die schwächere Basis sowie auf eine kleine Sonderkonjunktur durch zahlreiche zur Verlängerung anstehende Autodesk-Wartungsverträge. Damit sieht sich das Unternehmen auf Kurs, um die Jahresprognose zu erreichen. Das gilt auch für das Ergebnis, das im ersten Quartal deutlich überproportional gestiegen und beim EBITDA und EBIT auf neue Quartalshöchstwerte geklettert ist. Wir sehen uns vor diesem Hintergrund in unseren Schätzungen bestätigt und haben sie deswegen weitgehend unverändert gelassen. Folglich gehen wir weiter davon aus, dass MuM den äußerst zuverlässigen Kurs der letzten Jahre auch in Zukunft fortsetzt und den Gewinn bis 2020 verdoppelt. Auf dieser Basis lautet das Kursziel nun 26,70 Euro und signalisiert für die Aktie ein weiteres Potenzial von knapp 20 Prozent. Unser Votum bleibt „Buy“.

GJ-Ende: 31.12.	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Umsatz (Mio. Euro)	160,4	167,1	160,9	177,0	195,6	216,1
EBIT (Mio. Euro)	8,5	12,5	15,2	19,4	22,6	26,6
Jahresüberschuss	3,9	6,6	9,4	11,5	13,7	16,5
EpS	0,24	0,39	0,56	0,71	0,84	1,01
Dividende je Aktie	0,25	0,35	0,50	0,66	0,80	0,95
Umsatzwachstum	14,5%	4,2%	-3,7%	10,0%	10,5%	10,5%
Gewinnwachstum	4,0%	70,4%	42,9%	22,2%	18,8%	20,6%
KUV	2,28	2,19	2,27	2,06	1,87	1,69
KGV	94,5	55,5	38,8	31,8	26,7	22,2
KCF	24,81	24,96	24,01	22,45	19,61	17,14
EV / EBIT	46,1	31,3	25,7	20,1	17,3	14,7
Dividendenrendite	1,1%	1,6%	2,2%	2,9%	3,6%	4,2%

## Softwaresegment treibt Wachstum

Im ersten Quartal des laufenden Jahres hat Mensch und Maschine den Umsatz um 6,8 Prozent auf 48,6 Mio. Euro gesteigert und dabei vor allem von der anhaltenden Dynamik der Softwarepartie profitiert, deren Erlöse um 9,3 Prozent auf 14,0 Mio. Euro zugelegt haben. Doch auch das Systemhaussegment, das im Vorjahr noch unter den Auswirkungen des Lizenzmodellwechsels bei Autodesk belastet gewesen war, konnte in den ersten drei Monaten eine Umsatzsteigerung um 5,9 Prozent erzielen.

## Rohmarge legt leicht zu

Durch das überproportionale Wachstum des margenstärkeren Softwaresegments erhöhte sich die Konzernrohmarginale leicht (um 0,2 Prozentpunkte) auf 55,1 Prozent, so dass der Konzernrohertrag um 7,2 Prozent auf 26,8 Mio. Euro zulegte. Im Systemhaus war die Rohmarge hingegen rückläufig (von 38,0 auf 37,8 Prozent), was auf den Anstieg des Handelsgeschäfts zurückzuführen sein dürfte.

## EBITDA und EBIT mit neuen Rekorden

Da der Personalaufwand mit 5,3 Prozent nur unterproportional zum Rohertrag gestiegen und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen sogar erneut gesunken sind (-5,2 Prozent), erhöhte sich das EBITDA deutlich überproportional, um 22,3 Prozent. Mit 6,6 Mio. Euro wurde der höchste Quartalswert der Unternehmensgeschichte erwirtschaftet, die EBITDA-Marge hat sich im Vorjahresvergleich um 1,7 Prozentpunkte verbessert. Ein Zuwachs wurde in beiden Segmenten erzielt, wobei aber der prozentuale Anstieg im Systemhaus basisbedingt mit 32,6 Prozent deutlich höher ausgefallen ist. Das operative Ergebnis im Softwaresegment erhöhte sich hingegen „nur“ um 16,8 Prozent. Ein noch höherer Anstieg wurde durch eine überproportionale Erhöhung des Segment-Personalaufwands verhindert, die sich zum Teil aus dem Abschluss einer aktivierten Softwareentwicklung im Herbst 2017 ergeben hat. Durch den Abschluss der Arbeiten werden die Gehälter der betreffenden Mitarbeiter nun nicht mehr aktiviert, sondern direkt im Aufwand verarbeitet. Gleichzeitig löste die abge-

schlossene Entwicklung den Abschreibungszyklus aus, so dass sich die Abschreibungen im Softwaresegment um 27 Prozent erhöhten. Allerdings bewegen sie sich in absoluten Zahlen mit knapp 0,4 Mio. Euro immer noch auf einem sehr niedrigen Niveau. Dasselbe gilt für den konzernweiten Wert, der sich um 11,2 Prozent auf 0,8 Mio. Euro erhöhte. Das Konzern-EBIT legte dadurch um 23,9 Prozent auf 5,9 Mio. Euro zu, wobei auch hier der Anstieg im Systemhaus mit 41,3 Prozent deutlich höher ausgefallen ist.

Geschäftszahlen	Q1 2016	Q1 2017	Änderung
Umsatz	45,47	48,58	+6,8%
Systemhaus	32,64	34,56	+5,9%
Software	12,83	14,02	+9,3%
Rohertrag	24,98	26,79	+7,2%
Systemhaus	12,42	13,05	+5,1%
Software	12,56	13,74	+9,3%
Rohmarge	54,9%	55,1%	
EBITDA	5,42	6,62	+22,3%
Systemhaus	1,87	2,48	+32,6%
Software	3,54	4,14	+16,8%
EBITDA-Marge	11,9%	13,6%	
EBIT	4,73	5,86	+23,9%
Systemhaus	1,48	2,09	+41,3%
Software	3,26	3,78	+16,0%
EBIT-Marge	10,4%	12,1%	
EBT	4,22	5,43	+28,6%
EBT-Marge	9,3%	11,2%	
Jahresüberschuss	2,62	3,40	+29,8%
Netto-Marge	5,8%	7,0%	

Quelle: Unternehmen

## Quartalsgewinn steigt um 30 Prozent

Ergebnissteigernd hat sich auch der Finanzaufwand ausgewirkt, der im ersten Quartal im Vorjahresvergleich um 15 Prozent auf 0,4 Mio. Euro abgenommen hat. Dadurch haben sich das Vorsteuerergebnis und der Nettoperiodenüberschuss (nach Minderheiten)

um jeweils fast 30 Prozent verbessert, auf 5,4 resp. 3,4 Mio. Euro.

### Cashflow weiter sehr stark

Die starke Ertragskraft hat sich erneut in einem hohen operativen Cashflow-Überschuss bemerkbar gemacht, der mit 6,8 Mio. Euro zwar nicht ganz den Vorjahreswert (7,7 Mio. Euro) erreichte, sich aber dennoch auf über 14 Prozent der Umsatzerlöse summierte. Da sich zudem die Auszahlungen für Investitionen im Vorjahresvergleich um zwei Drittel reduzierten (vor allem wegen des oben erwähnten abgeschlossenen Entwicklungsprojekts), blieb der Free-Cashflow nahezu unverändert bei 6,5 Mio. Euro. Der Cashflow zu Jahresanfang ist allerdings immer durch die Zahlungen der jährlichen Wartungsverträge etwas positiv überzeichnet (die Gegenposition dazu sind die Umsatzabgrenzungen, die sich gegenüber dem Jahreswechsel von 1,4 auf 7,6 Mio. Euro erhöhten), so dass in den nächsten Quartalen mit moderateren Zuflüssen zu rechnen ist.

### Eigenkapitalquote weiter gestiegen

Durch den Quartalsgewinn hat sich auch das Eigenkapital um über 9 Prozent auf 47,2 Mio. Euro erhöht, wodurch die Eigenkapitalquote auf den neuen

Höchstwert von 44,9 Prozent geklettert ist (Vorjahr: 41,5 Prozent). Auch wenn sich dieser Wert im zweiten Quartal durch die anstehende Dividendenzahlung wieder vorübergehend reduzieren wird, weist MuM damit seit 2013 einen beständigen Aufwärtstrend auf.

### Prognosen bestätigt

Das Unternehmen bezeichnet die Entwicklung des ersten Quartals als vollständig plangemäß und hat deswegen seine Prognose für das laufende Jahr bestätigt. Bei einem geplanten Rohertragswachstum um 10 bis 12 Prozent soll das EBITDA um 22 bis 28 Prozent steigen und ein Wachstum des Nettoergebnisses um 30 bis 40 Prozent sowie eine erneute Dividendenanhebung auf 62 bis 68 Cent ermöglichen. Verglichen mit diesen Zielen lagen die Q1-Steigerungsraten am unteren Ende (EBITDA, Nettoüberschuss) bzw. unterhalb der Prognose, doch MuM verweist auf eine zu erwartende Erhöhung der Wachstumszahlen vor allem in den nächsten beiden Quartalen, die letztes Jahr eher schwächer ausgefallen waren. Darüber hinaus stehen im zweiten Quartal überdurchschnittlich viele dreijährige Wartungsverträge zur Verlängerung an, was sich in einem Zwischenspur des Autodesk-Handelsgeschäfts bemerkbar machen sollte. Insofern zeigt

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	177,0	195,6	216,1	238,8	263,9	291,6	322,2	356,0
Umsatzwachstum		10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
EBIT-Marge	11,0%	11,6%	12,3%	13,0%	13,6%	14,0%	14,2%	14,4%
<b>EBIT</b>	<b>19,4</b>	<b>22,6</b>	<b>26,6</b>	<b>31,0</b>	<b>35,9</b>	<b>40,9</b>	<b>45,9</b>	<b>51,2</b>
Steuersatz	34,0%	33,5%	33,0%	32,5%	32,0%	31,5%	31,0%	30,5%
Adaptierte Steuerzahlungen	6,6	7,6	8,8	10,1	11,5	12,9	14,2	15,6
<b>NOPAT</b>	<b>12,8</b>	<b>15,0</b>	<b>17,8</b>	<b>20,9</b>	<b>24,4</b>	<b>28,0</b>	<b>31,7</b>	<b>35,6</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	3,2	3,1	2,8	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>16,0</b>	<b>18,1</b>	<b>20,6</b>	<b>23,6</b>	<b>27,0</b>	<b>30,6</b>	<b>34,3</b>	<b>38,2</b>
- Zunahme Net Working Capital	1,1	1,3	1,4	1,4	1,5	1,6	1,6	1,7
- Investitionen AV	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-2,3	-2,4	-2,5
<b>Free Cashflow</b>	<b>15,3</b>	<b>17,6</b>	<b>20,0</b>	<b>23,0</b>	<b>26,4</b>	<b>29,9</b>	<b>33,5</b>	<b>37,4</b>

SMC Schätzmodell

sich der Vorstand bezüglich der Zielerreichung sehr entspannt und hat auch die Mittelfristprognose bestätigt, der zufolge sich der Nettoüberschuss bis 2020 auf mehr als einen Euro pro Aktie verdoppeln soll.

## Umsatz- und Ergebnisschätzungen unverändert

Auch wir sehen nach den Q1-Zahlen keine Veranlassung, unsere Schätzungen zu verändern. Wir kalkulieren folglich für 2018 weiter mit einem Umsatz von 177,0 Mio. Euro, einem Rohertrag von 105,4 Mio. Euro und einem EBITDA von 22,6 Mio. Euro. Auch die Schätzungen für die nächsten Jahre haben wir unverändert gelassen. Eine Anpassung haben wir hingegen bezüglich der Investitionen vorgenommen, die nach Aussage des Unternehmens mit dem Abschluss des erwähnten Softwareentwicklungsprojekts auf absehbare Zeit spürbar unter dem Wert des letzten Jahres liegen sollten. Da sich aufgrund der modifizierten Annahmen bezüglich der Investitionen auch die Zeitreihe der Abschreibungen verändert hat, folgt daraus eine leichte Aufwärtsverschiebung der EBIT-Margen und des Nettoergebnisses. Unsere Schätzung für den Jahresüberschuss in 2018 hat sich dadurch um einen Cent auf 0,71 Euro erhöht. Eine Übersicht der unserer Wertermittlung zugrunde gelegten Daten findet sich in der Tabelle auf der vorherigen Seite, eine detaillierte Darstellung der modellhaften Geschäftsentwicklung bis 2025 ist zudem den Tabellen im Anhang zu entnehmen.

## Rahmendaten unverändert

Anschließend rechnen wir mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1 Prozent p.a. sowie mit einer EBIT-Marge von 10,8 Prozent, die aufgrund der modifizierten Annahmen bezüglich der Investitionen ebenfalls geringfügig über dem Wert unseres letzten Up-

dates liegt. Unverändert gelassen haben wir den Diskontierungszinssatz: Auf der Grundlage der Annahme eines Betafaktors von 1,2, eines risikolosen Zinses von 2,5 Prozent, einer Risikoprämie von 5,4 Prozent, eines Ziel-FK-Anteils von 40 Prozent und eines FK-Zinses von 4,0 Prozent liegen die gewichteten Kapitalkosten (WACC) unseres Modells bei 6,5 Prozent.

## Kursziel: 26,70 Euro

Aus diesen Annahmen resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals von 436,0 Mio. Euro, bzw. 26,72 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 26,70 Euro ableiten. Die Erhöhung gegenüber unserem letzten Update (25,90 Euro) ist den Änderungen der Investitionsannahmen sowie dem Diskontierungseffekt geschuldet. Das Prognoserisiko haben wir demgegenüber unverändert bei drei von sechs möglichen Punkten belassen.

## Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 5,5 und 7,5 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 20,55 und 39,69 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,5%	39,69	35,85	32,86	30,47	28,51
<b>6,0%</b>	<b>34,67</b>	<b>31,79</b>	<b>29,49</b>	<b>27,60</b>	<b>26,03</b>
6,5%	30,76	28,54	<b>26,72</b>	25,21	23,92
<b>7,0%</b>	<b>27,63</b>	<b>25,88</b>	<b>24,41</b>	<b>23,18</b>	<b>22,11</b>
7,5%	25,06	23,65	22,46	21,43	20,55

## Fazit

---

Im ersten Quartal 2018 hat Mensch und Maschine ein Umsatzwachstum von knapp sieben Prozent erzielt und ist damit auch in der Top-Line wieder auf den Wachstumskurs zurückgekehrt, nachdem noch letztes Jahr die Veränderung des Lizenzmodells bei Autodesk für einen geringeren Umsatz gesorgt hatte.

Sehr erfreulich hat sich das Ergebnis entwickelt, das dank der höheren Rohmarge sowie der anhaltenden Kostendisziplin deutlich überproportional angestiegen ist und auf der EBITDA- und EBIT-Ebene neue Quartalshöchststände erreicht hat.

Als wichtig erachten wir dabei, dass nun das Systemhaus eine überdurchschnittliche Gewinndynamik auf-

weist und damit anscheinend auf einem guten Weg ist, seinen bisher noch deutlich unterproportionalen Ergebnisbeitrag zu erhöhen. Dass dies auch weiterhin gelingt, ist eine zentrale Voraussetzung, um die von MuM in Aussicht gestellte Gewinnverdoppelung bis 2020 zu erreichen.

Die dynamische Entwicklung und die steigende Profitabilität entsprechen auch unseren Erwartungen, weswegen wir unsere Schätzungen mit Ausnahme der etwas abgesenkten Investitionen weitgehend unverändert gelassen haben. Auf dieser Basis sehen wir den fairen Wert nun bei 26,70 Euro und bestätigen unser Rating „Buy“.

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	63,0	61,6	60,3	59,5	58,9	58,4	58,0	57,8	57,7
1. Immat. VG	43,8	42,7	41,7	40,9	40,2	39,6	39,0	38,5	38,1
2. Sachanlagen	13,2	12,9	12,7	12,6	12,6	12,8	13,0	13,3	13,6
II. UV Summe	38,8	41,4	44,4	48,0	51,6	61,6	73,4	86,0	99,7
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	43,9	47,6	50,8	55,5	60,8	68,1	75,8	84,2	93,4
II. Rückstellungen	9,4	10,3	11,1	12,0	12,9	13,7	14,6	15,5	16,4
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	23,2	18,7	15,0	10,7	5,7	4,6	4,6	4,6	4,6
2. Kurzfristiges FK	25,2	26,4	27,8	29,4	31,1	33,5	36,4	39,5	43,0
<b>BILANZSUMME</b>	<b>101,8</b>	<b>102,9</b>	<b>104,7</b>	<b>107,5</b>	<b>110,5</b>	<b>120,0</b>	<b>131,4</b>	<b>143,8</b>	<b>157,4</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	160,9	177,0	195,6	216,1	238,8	263,9	291,6	322,2	356,0
Rohertrag	94,8	105,4	115,8	127,3	139,9	153,8	169,0	185,7	204,1
EBITDA	18,0	22,6	25,7	29,4	33,7	38,5	43,5	48,5	53,8
EBIT	15,2	19,4	22,6	26,6	31,0	35,9	40,9	45,9	51,2
EBT	13,6	18,2	21,4	25,6	30,2	35,7	40,9	46,0	51,4
JÜ (vor Ant. Dritter)	9,0	12,0	14,2	17,2	20,4	24,3	28,0	31,7	35,8
JÜ	9,4	11,5	13,7	16,5	19,6	23,3	26,9	30,5	34,3
EPS	0,56	0,71	0,84	1,01	1,20	1,43	1,65	1,87	2,10

## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
CF operativ	15,2	16,3	18,6	21,3	24,5	28,4	32,2	36,0	40,1
CF aus Investition	-3,8	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-2,3	-2,4	-2,5
CF Finanzierung	-10,1	-13,4	-15,2	-17,3	-20,7	-18,3	-20,3	-23,4	-26,5
Liquidität Jahresanfa.	6,4	7,7	8,8	10,4	12,4	14,2	22,2	31,8	42,0
Liquidität Jahresende	7,7	8,8	10,4	12,4	14,2	22,2	31,8	42,0	53,1

### Kennzahlen

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzwachstum	-3,7%	10,0%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Rohertragswachstum	3,7%	11,2%	9,8%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%
Rohertragsmarge	59,0%	59,6%	59,2%	58,9%	58,6%	58,3%	58,0%	57,6%	57,3%
EBITDA-Marge	11,2%	12,8%	13,2%	13,6%	14,1%	14,6%	14,9%	15,0%	15,1%
EBIT-Marge	9,5%	11,0%	11,6%	12,3%	13,0%	13,6%	14,0%	14,2%	14,4%
EBT-Marge	8,5%	10,3%	10,9%	11,9%	12,7%	13,5%	14,0%	14,3%	14,4%
Netto-Marge (n.A.D.)	5,9%	6,5%	7,0%	7,6%	8,2%	8,8%	9,2%	9,5%	9,6%



# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

sc-consult GmbH  
Alter Steinweg 46  
48143 Münster  
Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

Telefon: +49 (0) 251-13476-94  
Telefax: +49 (0) 251-13476-92  
E-Mail: [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl.-Volksw. Dr. Adam Jakubowski

### *Charts*

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.lp-software.de](http://www.lp-software.de)) erstellt.

## Disclaimer

### *Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)*

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

### *1) Interessenkonflikte*

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)
- 6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie
- 7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3),

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

## *II) Erstellung und Aktualisierung*

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl.-Volksw. Dr. Adam Jakubowski

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 24.04.2018 um 13:45 Uhr fertiggestellt und am 24.04.2018 um 14:15 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:

<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem in dieser Studie analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
19.02.2018	Buy	25,90 Euro	1), 3), 4)
26.10.2017	Hold	21,80 Euro	1), 3), 4)
17.08.2017	Hold	19,80 Euro	1), 3), 4)
25.04.2017	Buy	17,80 Euro	1), 3), 4)
16.02.2017	Buy	16,20 Euro	1), 3)
27.10.2016	Buy	14,80 Euro	1), 3), 4)
29.07.2016	Hold	14,90 Euro	1), 3), 4)
28.04.2016	Hold	12,90 Euro	1), 3)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Eine Studie und zwei Updates

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

#### *Haftungsausschluss*

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

#### *Copyright*

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.